

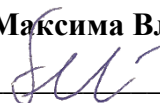
Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего образования

Санкт-Петербургский государственный университет  
Институт «Высшая школа менеджмента»

**МАНИПУЛИРОВАНИЕ ПРИБЫЛЬЮ  
В ПУБЛИЧНЫХ И НЕПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЯХ:  
СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ**

Выпускная квалификационная работа  
студента 4 курса,  
направление 38.03.02 – Менеджмент,  
шифр образовательной программы  
СВ.5070.2016

**ФЕДОТОВА Максима Владимировича**



Научный руководитель  
к. э. н., доцент кафедры финансов и учета  
НИКУЛИН Егор Дмитриевич

Рецензент  
старший преподаватель  
БАНДАЛЮК Олеся Владимировна


Санкт-Петербург

2020

## **ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ХАРАКТЕРЕ ВЫПОЛНЕНИЯ КУРСОВОЙ РАБОТЫ**

Я, Федотов Максим Владимирович, студент 4 курса направления 38.03.02 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Манипулирование прибылью в публичных и непубличных компаниях: сравнительный анализ», предоставленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

  
\_\_\_\_\_ / Федотов М. В.  
«31» мая 2020 г.

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	5
Глава 1. Теоретические основы манипулирования прибылью в публичных и непубличных компаниях.....	8
1.1. Понятие и мотивы манипулирования прибылью.....	8
1.1.1. Понятие манипулирования прибылью.....	8
1.1.2. Обзор методов манипулирования прибылью.....	10
1.1.3. Основные мотивы манипулирования прибылью и их классификация .....	12
1.2. Особенности и различия частных и публичных компаний.....	17
1.2.1. Правовые особенности и различия .....	17
1.2.2. Особенности и различия систем корпоративного управления.....	19
1.3. Манипулирование прибылью в частных и публичных компаниях.....	20
1.4. Основные модели оценки уровня манипулирования.....	24
1.5. Гипотезы исследования .....	36
1.6. Выводы по главе.....	37
Глава 2. Эмпирическое исследование манипулирования прибылью в публичных и непубличных российских компаниях .....	38
2.1. Формирование выборки.....	38
2.2. Модели исследования .....	40
2.2.1. Модели измерения манипулирования .....	40
2.2.2. Модель выявления различий .....	44
2.3. Описательная статистика.....	45
2.4. Результаты исследования и их интерпретация.....	47
2.4.1. Модели измерения манипулирования .....	47
2.4.2. Модели выявления различий .....	50
2.5. Дополнительные тесты. Ограничения исследования .....	58
2.5.1. Проверка функциональной формы. Проверка на мультиколлинеарность.....	58
2.5.2. Ограничения исследования.....	59
2.6. Выводы по главе.....	59

Заключение.....	62
Список использованных источников.....	64
Приложения .....	70

## **ВВЕДЕНИЕ**

Исторически доминирующей организационно-правовой формой бизнеса являются частные компании: их упоминания встречаются в истории Древнего Рима, и даже ранее. Вопрос же о появлении первых публичных компаний (акционерных обществ) остается предметом для дискуссий, так как они возникали постепенно, эволюционируя из кооперативов и товариществ. Тем не менее, в сообществе историков преобладает точка зрения, что уже на рубеже XVI-XVII веков английская и голландская Ост-Индские компании начали обретать черты современных акционерных обществ.

Исторический этап индустриализации ведущих стран Северной Америки и Европы, сопровождавшийся активным становлением и ростом их экономик, пришелся на конец XVIII – начало XIX веков и способствовал широкому распространению акционерных обществ. Частным предприятиям и самостоятельным инвесторам были недоступны крупные проекты, которые, между тем, в случае их успешного осуществления сулили существенные прибыли. В то же время, акционерные общества позволяли их владельцам объединить средства, аккумулируя фонды в нужных объемах. Однако несмотря на долгую и успешную историю развития и огромное количество компаний-чемпионов, вышедших из колыбели фондового рынка, частные компании все еще продолжают уверенно лидировать по количеству регистраций (исследователи расходятся в оценках точной доли, однако соглашаются, что бо́льшая часть компаний являются частными).

Одной из наиболее простых и понятных метрик, позволяющих оценить перспективы инвестирования, является прибыль: в случае ее наличия владелец компании может рассчитывать на рост своего благосостояния в виде дивидендов или прироста капитала (увеличения стоимости своей доли в бизнесе), если же компания терпит убытки, то и инвестор рискует своим состоянием в пределах стоимости своей доли. Таким образом, прибыль для инвесторов является важным первичным показателем «успешности» компании и оценки выгодности инвестирования.

Не менее важным является показатель прибыли для других пользователей финансовой информации: менеджеры получают бонусы в зависимости от значений, которые он принимает, банки и другие кредиторы ориентируются на него как на критерий платежеспособности компании при заключении кредитного договора, власти, наблюдая за бухгалтерской отчетностью, могут судить об устойчивости компании, необходимости оказания ей финансовой поддержки или предоставления иных преференций (установки дополнительных ограничений).

Такое внимание к прибыли заставляет менеджеров пытаться воздействовать на ее значения с помощью различных инструментов: учетных (связанных с учетной политикой и

соответствующей свободой управленческого выбора) и неучетных (всех прочих). Методики расчета финансовых показателей компании (в том числе основного – прибыли), раскрываемые в публичной отчетности являются предметом пристального внимания и контроля как со стороны регуляторов, так и финансового сообщества, однако все еще остаются частично под контролем менеджеров благодаря наличию у них свободы управленческого выбора. Эта свобода позволяет менеджерам извлекать выгоды как общекорпоративного (получение субсидий, рост курса акций), так и персонального характера (укрепление репутации, получение бонусов).

Из-за существенных различий в стимулах менеджеров (обеспеченных давлением фондового рынка или формальных требований) частных и публичных компаний логично ожидать от них различного поведения в том числе при манипулировании прибылью. Тем не менее, большинство существующих исследований, сосредотачивавшихся на различиях в манипулировании между публичными и непубличными компаниями, было сконцентрировано либо на отраслях (банки, страховые компании), либо на странах (США, Великобритания) с большей доступностью данных. В российских же исследованиях проблеме такого сравнительного анализа внимания не уделяется.

Основной проблемой данного исследования является сравнительный анализ манипулирования прибылью в публичных и непубличных российских компаниях, долженствующий восполнить существующий пробел в русскоязычных исследованиях этого вопроса. Актуальность данной работы заключается, прежде всего, в выявлении общей склонности российских публичных компаний к манипулированию прибылью по сравнению с частными (или наоборот), что не только вносит свой вклад в российские исследования манипулирования, но и формирует практическую базу для дальнейшего углубленного исследования вопроса (возможно, основанного на инсайдерских данных). Что касается практической применимости, основным бенефициаром работы является широкий круг внешних пользователей финансовой информации: инвесторы, регуляторы. Кроме того, данное исследование может быть использовано собственниками как публичных, так и частных фирм для более полного и правильного рассмотрения вопросов вознаграждения топ-менеджмента (то есть в общем случае для более эффективного разрешения агентской проблемы).

Целью данной работы является проведение эмпирического аналитического сравнения уровней манипулирования в российских публичных и непубличных компаниях. Для достижения поставленной цели были сформулированы следующие задачи:

- Определить феномен манипулирования прибылью, его основные мотивы и методы;

- Исследовать ключевые различия в деятельности публичных и непубличных компаний;
- Исследовать основные особенности и отличия манипулирования в публичных и непубличных компаниях;
- Исследовать существующие инструменты выявления этих отличий и их применимость к российской экономике;
- Протестировать с помощью отобранных инструментов выборку российских компаний на существование различий в уровнях манипулирования между публичными и непубличными компаниями;
- Проинтерпретировать полученные результаты.

Для выполнения поставленных задач по достижению цели данной работы был использован анализ академической литературы, посвященной изучению феномена. Для эмпирической части исследования использовался корреляционно-регрессионный анализ как наиболее мощный статистический инструмент выявления взаимосвязей.

Работа логически разделена на две части: первая содержит аналитический обзор концепций, предлагавшихся в академической литературе на тему манипулирования прибылью. Она начинается с параграфа, раскрывающего концепцию манипулирования как такового: определение, мотивы, методы, а затем переходит к сравнительному анализу особенностей публичных и непубличных компаний и манипулирования в них, после этого подробно анализируются инструменты сравнения, применявшиеся в литературе, в конце главы выдвигаются гипотезы исследования и подводится итог.

Вторая глава содержит в себе методологию и результаты выполненного эмпирического исследования: описывается выборка, выбираются инструменты анализа. Затем приводится описательная статистика, а после – результаты применения выбранных инструментов сравнительного анализа. Далее проверяется качество построенной модели, обсуждаются некоторые ограничения исследования, и, наконец, делаются выводы по главе.

Все данные, использованные для целей исследования, доступны публично в информационной системе СПАРК.

# ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ МАНИПУЛИРОВАНИЯ ПРИБЫЛЬЮ В ПУБЛИЧНЫХ И НЕПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЯХ

## 1.1. Понятие и мотивы манипулирования прибылью

### 1.1.1. Понятие манипулирования прибылью

Как отмечают Волков и Никулин [2013, с. 5], рост исследовательского интереса к явлению манипулирования прибылью<sup>1</sup> относится к концу 1970-х – началу 1980-х годов, примерно к этому же периоду можно отнести первые попытки взглянуть на манипулирование прибылью как на отдельный феномен. В статье 1976 года Davidson et al. авторы определяют процесс управления прибылью как «процесс совершения намеренных действий в рамках стандартов бухгалтерского учета с целью достичь желаемого уровня отчетных прибылей» [Davidson et al., 1976, цитировано по Schipper, 1989, с. 92].

В 1989 году Schipper определяет управление прибылью как «преднамеренное вмешательство в учетный процесс с целью извлечения частных выгод» [Schipper, 1989, с. 92]. Исследовательница дополнительно подчеркивает, что ее определение рассматривает манипулирование прибылью как акт вмешательства в процесс раскрытия информации компаниями. Таким образом, данное определение уделяет внимание фундаментальным вопросам, лежащим в основе всех мотивов манипулирования прибылью: агентской проблеме и проблеме асимметрии информации (менеджеры фирмы, контролирующие составление отчетности, всегда лучше осведомлены об эффективности деятельности компании, нежели заинтересованные стороны – потребители финансовой отчетности). Кроме того, отдельно отмечается, что данное определение покрывает не только учетные (*accrual-based*) методы манипулирования, но и неучетные (*real*).

Еще десятилетие спустя было предложено скорректированное определение, неявно включавшее, помимо самого толкования, некоторые мотивы манипулирования прибылью: «управление прибылью фиксируется, когда менеджеры используют свободу выбора в учетном процессе или структурировании транзакций, чтобы изменить финансовую отчетность с целью введения стейкхолдеров в заблуждение относительно текущих экономических показателей или воздействия на результаты контрактов, зависящих от отчетных показателей» [Healy, Wahlen, 1999, с. 368]. Авторы подчеркивают, что менеджерам приходится принимать большое количество решений касающихся учетного процесса: о сроках полезного использования оборудования, размере резервов под

---

<sup>1</sup> В российской литературе (см., например, [Волков, Никулин, 2013]) также используется эквивалентный термин «управление прибылью» – калька с английского *earnings management*. В рамках данной работы не делается различий между «манипулированием прибылью» и «управлением прибылью»: эти термины используются как абсолютные синонимы.



обесценение активов, выборе метода амортизации и метода учета запасов. Что касается структурирования транзакций, речь идет о перераспределении затрат компании во времени: менеджер имеет свободу управленческого выбора в части структуры и объема затрат на НИОКР<sup>1</sup>, рекламу, ремонт оборудования, отображения на балансе лизинговых обязательств.

В статье с обзором исследований манипулирования прибылью 2008 года было предложено более простое определение управления прибылью как процесса изменения финансовой информации для достижения определенных целей [Verbruggen et al., 2008, с. 7]. Чуть более узкое определение «намеренное сокрытие или искажение менеджером информации, касающейся экономического положения фирмы» позже появилось в [Ewert, Wagenhofer, 2012, с. 67]. Чисто теоретически возможно предположить, что искажение финансовой информации может быть выгодно и другой заинтересованной стороне (например, мажоритарному акционеру), однако такое разграничение носит преимущественно умозрительный характер, так как техническим исполнителем в силу механизмов корпоративного управления так или иначе будет являться менеджер, а отследить первоначальный источник мотивации в академических целях не представляется возможным.

Одним из новейших определений является оное из [Волков, Никулин, 2013, с. 7]. Авторы предлагают рассматривать управление прибылью как намеренное вмешательство в учетный процесс компании, направленное на искажение показателей финансовой отчетности с целью повлиять на определенную группу пользователей финансовой информации. Таким образом, здесь более четко выделяется конечная цель воздействия на учетный процесс компании. Важно уточнить, что даже при использовании неучетных инструментов намеренное *вмешательство* производится в конечном счете именно в *учетный* процесс компании, ибо конечной целью остаются финансовые показатели.

Стоит отдельно отметить, что некоторые исследователи относят к манипулирования прибылью в том числе и незаконные операции, например, подделку документов для проведения в отчетах фиктивных продаж и закупок и прочие нелегальные практики [Dechow, Skinner, 2000; Сардарова, 2009]. Однако данная работа будет сосредоточена на выявлении легального манипулирования настолько, насколько это позволит используемый исследовательский инструментарий.

Очень близко к манипулированию прибылью по проблематике и техникам лежит налоговая оптимизация, но в случае налоговой оптимизации целью компании является

---

<sup>1</sup> Научно-исследовательские и конструкторские работы.

уменьшение налогооблагаемой базы, а предметом влияния – налоговая отчетность, недоступная широкой публике, поэтому в данном исследовании, как и в подавляющем большинстве исследований феномена управления прибылью, вопросы налоговой оптимизации не будут являться приоритетными – с этой целью предлагается определить предмет воздействия как *финансовую* (а не налоговую) отчетность компании. Однако между налоговой оптимизацией и манипулированием прибылью существуют технические пересечения: например, неучетные методы манипулирования способны влиять одновременно и налоговую, и финансовую отчетность компании.

Поскольку настоящее исследование имеет своей целью наиболее полный сравнительный анализ манипулирования прибылью в публичных и непубличных компаниях, определение управления прибылью должно покрывать всевозможные мотивы и инструменты управления прибылью. На основании этого предположения (а также всех оговоренных выше аспектов) в данной работе манипулирование прибылью определяется как *совершение менеджерами законных действий, оказывающих влияние на показатели финансовой отчетности компании, с целью их изменения.*

#### 1.1.2. Обзор методов манипулирования прибылью

В вопросе классификации методов манипулирования исследователями традиционно выделяется две укрупненных группы методов: учетное манипулирование (*accrual-based earnings management*) и манипулирование на основе реальных операций (*real activities earnings management* или *real earnings management*)<sup>1</sup> [McVay, 2006, с. 504; Волков, Никулин, 2013, с. 12]. Первая группа включает в себя все методы манипулирования, связанные с учетным процессом в компании: выбор учетных процедур и оценок [Hsu, Lin, 2016, с. 51-52], переоценка активов [Hu et al., 2015, с. 1294], выбор метода учета запасов [Cook et al., 2012, с. 29] и т. п. Часто учетное манипулирование делят на изменение учетных процедур (*changes in accounting procedures*) и управление начислениями (*accruals management*) [Miko, Kamardin, 2014, с. 69].<sup>2</sup> Неучетное же манипулирование подразумевает осуществление *реальных* операций (отсюда название): перепроизводство с целью занижения себестоимости проданной продукции<sup>3</sup>, манипулирование продажами, сокращение дискреционных расходов [Roychowdhury, 2006, с. 340], продажа активов [Herrmann et al.,

---

<sup>1</sup> В этой работе с целью сокращения громоздкого термина манипулирование прибылью на основе реальных операций будет обозначаться как *неучетное манипулирование*.

<sup>2</sup> Волков и Никулин в своей работе обозначают эти методы как выбор способа учета и выбор учетных оценок соответственно [Волков, Никулин, 2013, с. 11].

<sup>3</sup> При перепроизводстве постоянные издержки распределяются на большее количество готовой продукции, что снижает себестоимость единицы и, следовательно, себестоимость проданной продукции [Лукьянова и др., 2016, с. 40]. Разумеется, расходы аккумулируются в запасах и снижают отчетные показатели компании в следующих периодах, когда перепроизведенная продукция продается.

2003, с. 105], выкуп акций [Bens et al., 2003, с. 82-86] и некоторые другие. Часть исследователей также выделяет более тонкий инструмент манипулирования отчетностью, который позволяет менять структуру отчета о прибылях и убытках без «переноса» убытков на будущее и изменения чистой прибыли [McVay, 2006, с. 502]: в литературе он называется изменением классификации затрат (*classification shifting*) [Abernathy et al., 2014, с. 8-9].

Все вышеизложенное подытожено на Рисунок 1.

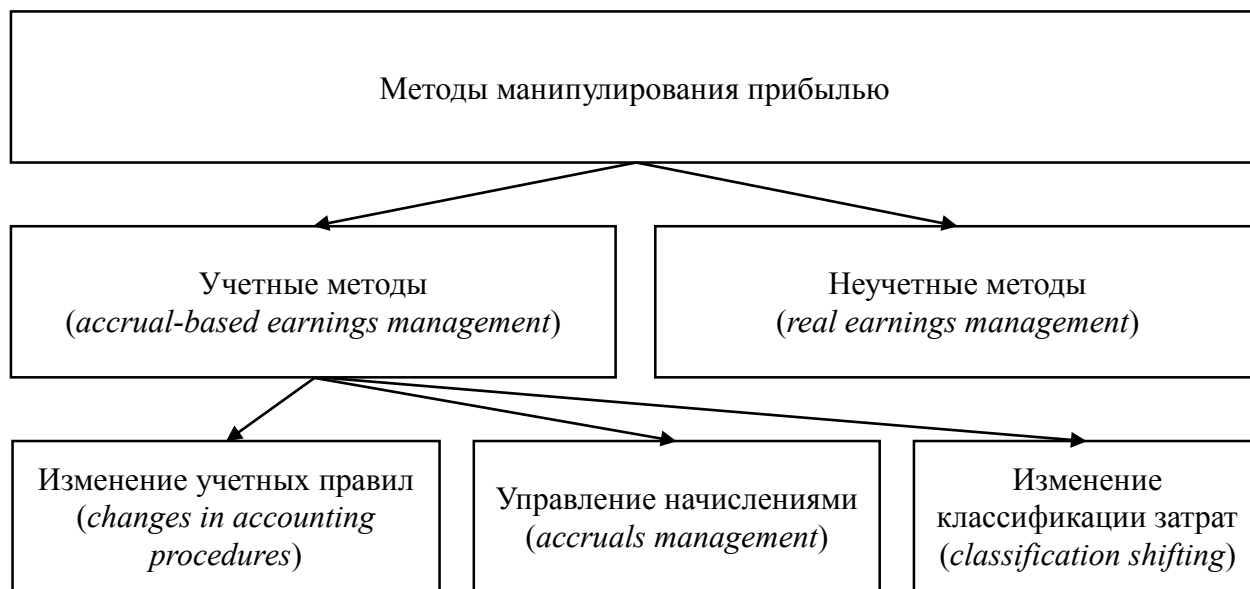


Рисунок 1 Классификация методов манипулирования прибылью

Источник: [Волков, Никулин, 2013; McVay, 2006; Abernathy et al., 2014; Miko, Kamardin, 2014].

Благодаря своей «бумажной» природе учетные методы манипулирования прибылью реализуются заметно проще и быстрее, чем их неучетные аналоги, к тому же, их использование сопряжено с существенно меньшими издержками, но существует и обратная сторона медали: они с большей вероятностью привлекут внимание аудиторов, а в долгосрочной перспективе и государства [Cohen et al., 2007, с. 7]. Принятие в 2002 году закона Сарбейнза-Оксли<sup>1</sup> (*SOX Act*), ставшее той самой реакцией государства (США) на ряд прогремевших в начале XXI века скандалов, связанных с мошенническим манипулированием отчетностью существенно ограничило возможность использования неучетных методов, а также повысило потенциальные издержки их обнаружения. Поэтому, несмотря на предшествовавший принятию закона рост популярности учетных методов манипулирования, компании стали резко переключаться на использование манипулирования с помощью реальных операций, общий уровень манипулирования прибылью при этом остался неизменным [Cohen et al., 2007, с. 33-34].

<sup>1</sup> Закон существенно ужесточил требования к раскрытию финансовой отчетности публичными компаниями, а также установил ответственность для Советов директоров, топ-менеджмента (включая лишение вознаграждения и уголовное преследование) и аудиторов за нарушение этих требований. Обязательным для публичных компаний стало создание внутреннего Комитета по аудиту.

Неучетные инструменты манипулирования сопряжены с большими издержками<sup>1</sup> для менеджмента, так как требуют осуществления некоторых реальных операций. Кроме того, важную роль играет временной фактор: инструменты неучетного манипулирования, в отличие от учетных, не могут быть применены мгновенно. Например, переоценка оборудования по рыночной стоимости требует значительно меньших временных издержек, чем поиск покупателя на продаваемый с целью увеличения «прочих доходов» актив. С другой стороны, реальное манипулирование гораздо сложнее выявить, а потенциальные издержки обнаружения такого манипулирования практически отсутствуют, потому как сами по себе неучетные инструменты представляют собой всего лишь неоднозначные бизнес-решения.

### 1.1.3. Основные мотивы манипулирования прибылью и их классификация

Исследователи отмечают наличие страновой специфики стимулов, побуждающих менеджеров управлять отчетными показателями. Для стран с англо-саксонской моделью экономики, имеющих развитые рынки капитала и жесткое регулирование отчетности [Cormier et al., 2000, с. 388] более характерно манипулирование с целью воздействия на доминирующих стейкхолдеров, коими являются акционеры, то есть стимулы фондового рынка (такие как, например, курс акций или прогнозы аналитиков) имеют приоритетное значение. В то же время, для стран с континентальной экономической моделью, характеризующихся относительно более высокой степенью использования заемных средств [Семененко, 2008, с. 65], более важными мотивами могут оказаться выполнение условий кредитных договоров или стремление получить государственную поддержку.

Стоит отметить, что нижеперечисленные основные стимулы не являются взаимоисключающими и могут пересекаться и дополнять друг друга, как, например, стремление получить вознаграждение и стремление достичь определенного показателя: зачастую вознаграждение привязано как раз к отчетным показателям эффективности деятельности компании, однако с равной вероятностью могут возникать ситуации, когда менеджеры стремятся с помощью достижения целевых показателей убедить фондовый рынок в перспективности компании [Verbruggen et al., 2008, с. 5], и в последнем случае стимул уже не связан непосредственно с вознаграждением.

**1) Стремление получить бонусы.** Одним из, вероятно, наиболее мощных стимулов к управлению прибылью является стремление СЕО получить вознаграждение, основанное на достижении определенных целевых показателей (KPI). Как показывают исследования,

---

<sup>1</sup> Здесь имеются в виду транзакционные издержки, например, переналадка производства для выпуска большего количества продукции.

схемы вознаграждения топ-менеджмента, привязывающие размер вознаграждения к достижению целевых показателей, пользуются широкой популярностью в мировой практике [Chan, Gao, 2014, с. 1]. Кроме того, схожие тенденции наблюдаются и в России [Кузнецова, 2007, с. 5; Леванова, 2017, с. 52].

Манипулирование прибылью служит заменителем реальных усилий топ-менеджмента по развитию бизнеса в условиях, когда его вознаграждение привязано в том числе к отчетным прибылям. В контексте агентской проблемы менеджеры (агенты), управляющие одной компанией, являются менее склонными к риску, чем инвесторы (принципалы), имеющие диверсифицированные портфели ценных бумаг множества компаний, кроме того, исследователи отмечают, что менеджеры также склонны к «избеганию работы» (*work-averse*) [Chan, Gao, 2014, с. 1-2]. Результатом такой ситуации вкупе с мотивацией к получению обозначенных контрактом бонусов, привязанных к отчетным прибылям компании, становится манипулирование прибылью.

Существуют и более сложные схемы: например, в случаях, когда CEO получает в качестве оплаты опционы на акции или сами акции компании (пример – Херох в конце XX века – см. в [Bergstresser, Phillippon, 2004, с. 2]), манипулирование прибылью тоже регистрируется, более того, менеджеры могут систематически «переигрывать» рынок с помощью манипулирования – эмпирические исследования показывают, что акции компаний с устойчивым ростом отчетных прибылей торгуются с премией [Bergstresser, Phillippon, 2004, с. 6].

**2) Стремление превзойти бенчмарк.** Во многих случаях к манипулированию прибылью менеджеров стимулирует желание превзойти некую целевую отметку: если компания достаточно известная и существуют аналитические прогнозы, касающиеся ее результатов, в качестве такого бенчмарка выступают прогнозные прибыли, если нет – ориентиром становятся прошлогодние показатели или нулевая отметка [Cohen et al., 2007, с. 33]. В свою очередь инвесторы готовы платить премию за акции компании, которая превосходит бенчмарки, и теряют деньги на акциях компаний, который не достигают прогнозных значений [Habib, Hansen, 2008, с. 111].

Как отмечают Dechow и Skinner, отмечается аномально высокое количество нулевых или минимально позитивных ошибок прогнозов (случаев, когда отчетные показатели совпали с прогнозами аналитиков или минимально их превзошли) в сочетании с аномально низким количеством прогнозов, переоценившим отчетные результаты [Dechow, Skinner, 2000, с. 242-243]. Brown подчеркивает, что связь между манипулированием прибылью и прогнозами аналитиков двусторонняя: менеджеры прибегают к различным способам снижения прогнозных ожиданий (например, к «предварительным анонсам» финансовых

результатов), чтобы аналитики скорректировали свои прогнозы, в такой ситуации менеджерам приходится меньше прибегать к управлению прибылью [Brown, 1998, с. 6]. Более поздние исследования подтверждают как существование манипулирования прибылью с целью превзойти ожидания аналитиков, так и наличие двусторонней взаимосвязи действиями менеджеров и прогнозами аналитиков [Embong, Hosseini, 2018, с. 97]. Интересной особенностью манипулирования прибылью в условиях присутствия прогнозов аналитиков является следующий факт: когда аналитики ожидают убытков, менеджеры склонны *увеличивать убытки*, показывая еще более худший результат, чтобы создать благоприятные условия для демонстрации хороших финансовых показателей в будущем (т. н. феномен *big bath*) [Brown, 1998, с. 2].

В отсутствие прогнозов (или в случае невозможности соответствия им даже с помощью инструментов манипулирования прибылью) бенчмарком становятся прошлые результаты компании: согласно исследованию Burgstahler и Dichev, распределение относительных изменений прибыли, составленное по компаниям всех отраслей, имеет колоколообразную форму, за исключением областей около нуля. С левой стороны от нуля наблюдается провал, справа – пик, что не согласуется с формой остальных частей распределения [Burgstahler, Dichev, 1997, с. 99]. Подтверждения манипулированию прибылью с целью избежать негативного прироста прибыли находятся и на выборке американских банков<sup>1</sup> [Beatty et al., 2002, с. 548], диверсифицированной выборке американских компаний [Hansen, 2011, с. 14-15], а также выборке хорватских компаний [Degiannakis et al., 2019, с. 235].

Если же фирма не является достаточно большой, чтобы привлечь внимание аналитиков, и в силу каких-либо экономических причин не в состоянии достичь уровня результативности, сравнимого с прошлыми периодами, бенчмарком «последней инстанции» выступает нулевая отметка. Компании, которые завершают период с небольшим убытком, склонны демонстрировать манипулирование прибылью с целью отчитаться о минимально позитивной прибыли вместо убытков [Dechow, Skinner, 2000, с. 242; Hansen, 2011, с. 14; Degiannakis et al., 2019, с. 235].

**3) Стимулы государственного регулирования.** В ряде случаев для менеджеров могут возникать стимулы занижить или завысить отчетные прибыли, связанные с особенностями государственного регулирования конкретной отрасли в конкретной стране (помимо налогового законодательства) [Verbruggen et al., 2008, с. 7]. Так, например,

---

<sup>1</sup> Выбор отрасли был обусловлен доступностью финансовой информации. Авторы признают, что результаты исследования могут отличаться от ситуации в других, менее строго регулируемых отраслях [Beatty et al., 2002, с. 568], однако можно предположить, что в компаниях реального сектора, где существует меньшее количество ограничений, манипулирование прибылью может проявляться даже в большей степени.

американские фирмы, которые могли привлечь внимание властей как потенциально ответственные за восстановление загрязненных природных ресурсов<sup>1</sup>, демонстрировали манипулирование прибылью с целью занижения прибылей. Поскольку издержки восстановления подобных загрязненных ресурсов могут составлять очень существенные суммы, для менеджеров появляются стимулы избежать попадания в список потенциально ответственных сторон [Johnston, Rock, 2005, с. 637].

Примером манипулирования с целью завышения показателей могут послужить китайские компании, стремящиеся к установленному законом уровню рентабельности для привлечения финансовых ресурсов посредством выпуска акций [Haw et al., 2005, с. 129].

**4) Стремление получить государственную поддержку.** Еще одним мощным стимулом, порождаемым государственным вмешательством, является предложение субсидий и других видов поддержки различным отраслям. Ряд исследований показывает, что менеджеры фирм, претендующих на получение государственных субсидий, регулярно прибегают к манипулированию прибылью и занижают отчетные прибыли, чтобы получить субсидии или увеличить их ожидаемый размер [Jones, 1991; Jiang et al., 2018; Zhao, 2019]. Отмечается, что в общем случае фондовый рынок позитивно реагирует на получение компанией государственной поддержки, однако наиболее мощный позитивный эффект достигается в случае занижения отчетных прибылей [Jiang et al., 2018, с. 255].

**5) Минимизация налогов.** В ряде ситуаций финансовая отчетность может служить базой для исчисления налогов, являющихся своего рода издержками, что также создает стимулы для управления прибылью с целью снижения этой налогооблагаемой базы [Verbruggen et al., 2008, с. 7]. Интересным аспектом данного подхода является формальное отсутствие агентской проблемы: менеджеры, сокращая издержки (манипулируя прибылью с целью уменьшения налогов), действуют в интересах акционеров компании, чье богатство в этой ситуации, очевидно, увеличивается [Hanlon, Heitzman, 2010, с. 29].

**6) Стремление обойти условия кредитных договоров.** Ряд исследований подтвердил существование негативной взаимосвязи между манипулированием прибылью и превышением компанией пороговых значений по некоторым показателям, пороговые значения которых зафиксированы кредитными договорами компании [DeFond, Jambalvo, 1994; Christie, 1990]. Менеджеры склонны управлять прибылью, чтобы удержать значения контрольных показателей в рамках оговоренных кредитными договорами пределов и избежать повышения ставки, снижения доступности заемных средств, переговоров с банками о пересмотре условий кредитования и даже (в экстремальных

---

<sup>1</sup> Согласно Superfund Act – закону, принятому в США в 1980 году с целью более эффективного исследования и восстановления природных ресурсов, загрязненных опасными субстанциями и веществами.

случаях) отставки самих менеджеров [Jha, 2013, с. 373-374]. Кроме того, после уже случившегося нарушения менеджеры пытаются *занижать прибыли* с целью усилить свои позиции в переговорах с банками [Jha, 2013, с. 391].

#### **7) Манипулирование ожиданиями инвесторов перед эмиссией ценных бумаг.**

Эмпирические исследования на различных выборках подтверждают существование манипулирования прибылью в преддверии<sup>1</sup> IPO [Teoh et al., 1998; Cotten et al., 2017; Никулин, Свиридов, 2019]. В отсутствие рыночной оценки инвесторам приходится опираться на два наиболее распространенных метода инвестиционной оценки: метод мультипликаторов и метод дисконтированных денежных потоков [Дамодаран, 2008, с. 14]. Об этих метода подразумевают использование отчетных показателей компании, создавая стимул для менеджеров воздействовать на эти показатели. При этом достигается сразу два (условно) позитивных последствия: для фирмы снижается стоимость привлечения капитала, а менеджеры повышают свое ожидаемое вознаграждение. Кроме того, завышенная цена акции при IPO позволяет привлечь капитал с минимальным разводнением собственности и контроля [Cotten et al., 2017, с. 65]. Побочным эффектом такого манипулирования является сниженная доходность на пятилетнем периоде после размещения [Никулин, Свиридов, 2019, с. 160].

Аналогично, менеджеры имеют схожие стимулы в случае SEO<sup>2</sup>. Однако риски для них существенно выше: во-первых, большее количество общей информации о публичной компании находится в свободном доступе, следовательно, вероятность разоблачения манипулирования возрастает. Во-вторых, поскольку финансовая отчетность торгуемой компании доступна публично, эксперты могут более точно оценить манипулирование прибылью [Cotten et al., 2017, с. 62].

В отличие от манипулирования прибылью перед IPO, исследователи не достигли консенсуса в изучении управления прибылью при дополнительном размещении акций: исследования конца XX века выявили очень похожие на случаи манипулирования при IPO паттерны [Teoh et al., 1998, с. 22], в то время как более позднее исследование показало, что фирмы склонны занижать прибыли перед SEO. В первом случае предлагается теоретическое объяснение, схожее с теорией манипулирования перед IPO [Teoh et al., 1998, с. 1], во втором авторы объясняют занижение прибылей стремлением менеджмента

---

<sup>1</sup> Важно отметить, что речь идет не о предшествующих первичному размещению акций периодах, а о периоде (то есть годе) выхода на IPO. Исследователи отмечают статистически достоверные признаки манипулирования прибылью только *в год IPO* [Teoh et al., 1998, с. 1935; Никулин, Свиридов, 2019, с. 160].

<sup>2</sup> Seasoned equity offering – выпуск дополнительной эмиссии акций уже торгуемой на фондовых рынках компаний.



избежать исков недовольных инвесторов в случае падения курса после SEO [Cotten et al., 2017, с. 66].

Отдельно стоит выделить манипулирование прибылью с целью завышения отчетных показателей перед SBO (*seasoned bond offering*, повторное размещение облигационных выпусков) [Caton et al., 2011, с. 687-688]. При сохранении механизмов и мотивации манипулирования рынка капитала демонстрируют достаточную степень эффективности: между агрессивностью манипулирования прибылью и доходностью<sup>1</sup> облигаций существует прямая взаимосвязь, между агрессивностью манипулирования и рейтингом – обратная<sup>2</sup>. Таким образом, рынок «отфильтровывает» искусственно завышенные прибыли, сводя на нет усилия по манипулированию [Caton et al., 2011, с. 707].

**8) Поддержание репутации CEO.** Одним из наиболее эгоистичных мотивов манипулирования прибылью выступает стремление CEO создать себе позитивную репутацию с целью максимизации бонусов при отставке, успешного построения дальнейшей карьеры на основе имеющейся репутации или перехода в Совет директоров (как текущей, так и любой другой компании). Вне зависимости от продолжения работы в компании на посту члена Совета директоров, менеджеры демонстрируют манипулирование прибылью в течение двух лет перед своей отставкой, однако для менеджеров, перешедших в Совет директоров, наблюдения более надежны [Reitenga, Tearney, 2003, с. 277].

Кроме того, новая команда топ-менеджеров склонна занижать отчетные показатели в год вступления в должность, действуя по принципу «лучше все и сразу» (*big bath*), это помогает списать неэффективность новой команды на ошибки предшественников, а также создать аргументацию для переговоров об уменьшении привязки компенсационного пакета к отчетным прибылям [Godfrey et al., 2003, с. 95-96].

## **1.2. Особенности и различия частных и публичных компаний**

### **1.2.1. Правовые особенности и различия**

Различия между публичными и непубличными компаниями начинаются с формальных вещей: организационно-правовой формы и требований регуляторов. Практически во всех относительно развитых экономиках существует правовая база,

---

<sup>1</sup> В данном случае доходности, которая регулируется рынком с учетом специфического риска компании – доходности к погашению.

<sup>2</sup> С точки зрения фундаментальных взаимоотношений, вторая взаимосвязь может демонстрировать как прозорливость рейтинговых агентств в вопросах выявления и интерпретации манипулирования, так и всего лишь большее вовлечение в манипулирование прибылью со стороны менее известных и финансово устойчивых компаний, поэтому делать выводы о влиянии манипулирования прибылью на рейтинг облигационного займа было бы неверным.

постулирующая существенные отличия для частных и публичных компаний и предусматривающая соответствующие организационно-правовые формы бизнеса: в США – общества с ограниченной ответственностью (*LLC – Limited Liability Company*) и корпорации (*Inc/Ltd – corporation*), в Великобритании – частные (*LTD – Private Limited Company*) и публичные (*PLC – Public Limited Companies*) компании с ограниченной ответственностью, в Германии – общества с ограниченной ответственностью (*GmbH – Gesellschaft mit beschränkter Haftung*) и акционерные общества (*AG – Aktiengesellschaft*). В России частные компании в основном представлены обществами с ограниченной ответственностью, наиболее крупные частные компании также могут иметь организационно-правовую форму акционерного общества<sup>1</sup>. Публичные же компании представлены в форме ПАО – публичных акционерных обществ. Между тем, акционерные общества и общества с ограниченной ответственностью имеют ряд существенных отличий, закрепленных законодательством Российской Федерации, что формирует предпосылки для расхождений стимулов к манипулированию.

ООО отличаются простотой учреждения и отсутствием строгих требований к отчетности и раскрытию информации: они, в отличие от акционерных обществ, не обязаны регулярно публиковать отчетность, а также не обязаны пользоваться услугами квалифицированного аудитора. Акционерные же общества (непубличные) обладают меньшими привилегиями: они, как и публичные АО, обязаны регулярно отчитываться о результатах аудита силами сторонней квалифицированной организации, но, в отличие от публичных АО, не обязаны публиковать сведения бухгалтерской (финансовой) отчетности в СМИ (если число акционеров не превышает 50). Кроме того, законодательство оставляет для них существенную гибкость в вопросах корпоративного управления: например, Общее собрание акционеров может изменить повестку дня прямо во время его проведения, при условии присутствия и согласия всех акционеров. К тому же, Устав непубличного АО может быть более широко модифицирован под нужды конкретного общества, а полномочия могут быть более гибко распределены между Общим собранием акционеров и Советом директором.

Что касается публичных акционерных обществ, то к ним предъявляются наиболее жесткие требования. Любое публичное акционерное общество обязано пользоваться услугами стороннего аудитора, а также раскрывать информацию о сделках заинтересованностью, существенных фактах и т. п., а также регулярно публиковать финансовую отчетность. Кроме того, существует ряд формальных требований к

---

<sup>1</sup> Имеются в виду непубличные, «просто» АО, а не ПАО, – эквивалент существовавших ранее закрытых акционерных обществ.

размещению акций ПАО на бирже: например, Московская биржа для допуска к торгам требует от компаний наличия Совета директоров, удовлетворяющего некоторым критериям, а также наличия корпоративного секретаря и службы внутреннего аудита.

Таким образом, частные компании (в форме ООО или непубличного АО) имеют возможность публично раскрывать меньший объем информации, нежели публичные компании (публичные АО), что очевидным образом ведет к расхождению и в стимулах к манипулированию прибылью.

#### 1.2.2. Особенности и различия систем корпоративного управления

С точки зрения специфики систем корпоративного управления, а также особенностей характерных корпоративных конфликтов, публичные и непубличные компании также имеют ряд отличий.

В первую очередь, стоит отметить, что подавляющее большинство частных компаний (даже относительно крупные) зачастую управляются единственным владельцем, не имея профессионального менеджмента. Более крупные частные компании – сохраняющие статус непубличных акционерные общества – уже имеют профессиональных управляющих, однако контролируются весьма ограниченным кругом лиц (например, сеть магазинов «Дикси» контролируется тремя людьми)<sup>1</sup>. Процесс появления профессионального менеджмента является классическим следствием роста компании: для более скорого развития компании ее изначальные владельцы привлекают внешнее финансирование, в частности, в форме акционерного капитала, уменьшая свою долю в компании. Этот процесс (на каком-то из этапов) в большинстве случаев сопровождается отделением собственности от управления: операционное управление компанией передается в руки команды профессиональных менеджеров. Таким образом, с одной стороны, существенно уменьшается влияние исходных собственников на операционные процессы в компании, с другой же стороны, возникают существенные предпосылки для формирования корпоративных конфликтов. В случае, если команда топ-менеджмента, будучи формально независимой, на практике лояльна доминирующему собственнику, возрастает риск злоупотребления собственником неформальными связями с менеджментом, для остальных же собственников это означает утрату контроля над компанией.

---

<sup>1</sup> «Красное и белое», «Дикси» и «Бристоль» завершили слияние [Электронный ресурс] // Ведомости. — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2019/09/18/811479-sliyanie> (дата обращения: 19.04.2020).

В случае публичной компании процесс отделения собственности от управления обычно прогрессирует гораздо дальше благодаря существенно большему распылению собственности, в результате менеджеры публичных компаний зачастую имеют реальную независимость от собственников бизнеса. Это, в свою очередь, меняет конфигурацию ключевого корпоративного конфликта: теперь уже сами менеджеры будут пытаться злоупотребить своими полномочиями для извлечения частных выгод, а акционеры (владельцы) компании должны им помешать.

Стоит отметить, что далеко не всегда публичные компании имеют большое количество акционеров и реально независимый топ-менеджмент: только наиболее крупные из них достигают этой стадии корпоративного развития. Кроме того, характерной особенностью российской системы корпоративного управления является доминирование модели с несколькими крупными собственниками (*blockholder model*) даже для публичных компаний (см., например, конфликты<sup>1,2</sup> между владельцами ПАО «ТГК-2»).

Таким образом, конфигурации характерных для частных и публичных компаний корпоративных конфликтов различны, хотя на практике иногда могут частично совпадать. Такие пересечения могут случаться между наиболее развитыми частными (обычно в форме непубличных акционерных обществ) и только что ставшими публичными компаниями. Несмотря на это, в общем и целом конфигурации систем корпоративных отношений все же различаются, что создает и разницу в стимулах менеджеров – в том числе в стимулах к манипулированию прибылью.

### **1.3. Манипулирование прибылью в частных и публичных компаниях**

Исследователи манипулирования прибылью сходятся во мнении, что основным фактором, определяющим существование различий в таких стимулах являются особенности конфигурации агентской проблемы и механизмов ее решения в конкретной стране. В общем случае различия между публичными и непубличными фирмами зависят главным образом от экономико-правовой специфики анализируемого региона: более мощные системы корпоративного права, направленные на защиту прав миноритарных акционеров, активное регулирование финансовой отчетности частных компаний, а также развитый фондовый рынок значительно сокращают разрыв в манипулировании прибылью между публичными и частными компаниями.

---

<sup>1</sup> Миноритарии ТГК-2 требуют 13 млрд рублей [Электронный ресурс] // Коммерсант. — Режим доступа: <https://www.kommersant.ru/doc/1040090> (дата обращения: 23.04.2020).

<sup>2</sup> Миноритарии ТГК-2 подали иск о кандидатах на выборах совета директоров [Электронный ресурс] // РАПСИ. — Режим доступа: [http://rapsinews.ru/judicial\\_news/20120404/262692500.html](http://rapsinews.ru/judicial_news/20120404/262692500.html) (дата обращения: 23.04.2020).

В конце XX – начале XXI века в академической среде активно формировался интерес к исследованию различий в особенностях манипулированию прибылью между частными и публичными компаниями. В 1998 году была опубликована работа, исследовавшая различия в мотивах и уровнях манипулировании прибылью между частными и публичными американскими банками<sup>1</sup> [Beatty, Harris, 1998]. Авторы выдвигают гипотезу о том, что публичные банки должны демонстрировать более высокие уровни манипулирования прибылью с целью снижения эффектов асимметрии информации между менеджерами и держателями распыленной собственности. Предполагается, что для частных банков степень асимметрии информации между собственниками и менеджерами существенно ниже, так как чаще всего собственниками частных банков являются несколько крупных держателей акций [Beatty, Harris, 1998, с. 302]. Исследователи приходят к выводу, что публичные банки действительно систематически демонстрируют более высокую вовлеченность в процессы манипулирования прибылью [Beatty, Harris, 1998, с. 321].

В исследовании [Beatty et al., 2002] авторы проверяли гипотезу о том, что необычно высокое количество малых приростов прибыли вкупе с необычно низким количеством малых уменьшений прибыли для публичных компаний не является естественным, а вызвано манипулированием прибылью [Beatty et al., 2002, с. 548]. Для этого был проведен сравнительный анализ на выборке американских частных и публичных банков<sup>2</sup>. Предполагалось, что публичные банки будут демонстрировать более высокие уровни манипулирования прибылью по ряду причин. Из-за сильно распыленной собственности каждый владелец акций получает лишь часть выгод от надлежащих механизмов корпоративного контроля, поэтому инвесторам проще полагаться на простые, основанные на прибыли критерии оценки компаний. В компаниях же частных наблюдается обратная ситуация: собственность сильно концентрирована, поэтому маржинальные издержки извлечения и распространения информации ниже, а выгоды ее получения существенно выше. К тому же, в большинстве случаев компания имеет единственного собственника, что еще более усиливает описанные эффекты различия. Таким образом, частные инвесторы имеют доступ к гораздо более информативному и всеобъемлющему набору данных, нежели владельцы публичных компаний. Основываясь на этих предположениях, авторы находят эмпирические подтверждения гипотез о том, что частные банки должны в среднем иметь

---

<sup>1</sup> Как отмечают исследователи, ограничение выборки только лишь банками было обусловлено доступностью и качеством информации [Beatty, Harris, 1998, с. 303].

<sup>2</sup> Как и в предыдущем исследовании, соображениями для выбора банковской отрасли стали доступность и качество информации, а также большой объем доступной выборки. В более поздних исследованиях отмечается, что из-за зарегулированности изучавшейся банковской отрасли результаты данной работы не могут быть распространены на компании из других отраслей [Givoly et al., 2010, с. 196].

(1) больше малых снижений прибыли, (2) меньше малых увеличений прибыли и (3) более короткие промежутки с позитивной динамикой прибыли по сравнению с публичными банками [Beatty et al., 2002, с. 568].

В 2003 году увидело свет исследование [Leuz et al., 2003], изучившее особенности манипулирования прибылью уже на международной выборке публичных компаний из различных отраслей с учетом страновых различий корпоративного регулирования. Авторы предполагали, что инсайдеры, пытаясь сохранить частные выгоды контроля над компанией, должны пытаться скрыть ее истинную экономическую эффективность (и финансовые показатели) от аутсайдеров. Соответственно, ожидалось обнаружить снижение уровня манипулирования прибылью в странах, где сильно развито регулирование корпоративного управления с целью защиты аутсайдеров, так как законодательная ограниченность возможностей получения контроля для инсайдеров снижает их стимулы к манипулированию [Leuz et al., 2003, с. 506-507]. Результаты подтвердили, что уровень манипулирования имеет обратную связь с уровнем развития законодательного регулирования корпоративного управления [Leuz et al., 2003, с. 525].

Используя инструменты, разработанные в исследовании [Leuz et al., 2003], в 2006 году команда американских исследователей анализирует выборку частных и публичных компаний из 13 стран Евросоюза [Burghstahler et al., 2006]. Результаты работы противоречат полученным в [Beatty et al., 2002]: авторы обнаруживают, что в среднем частные компании демонстрируют высшие уровни манипулирования прибылью, нежели публичные фирмы, и заключают, что первоочередным эффектом воздействия рынков капитала является улучшение качества (и информативности) финансовой отчетности. Исследователи предполагают, что участники рынка капитала способны «отфильтровать» эффекты манипулирования прибылью и обеспечить стимулы для снижения манипулирования (посредством непредоставления капитала «подозрительным» фирмам с низкой информативностью финансовой отчетности). В частных же фирмах информативная роль финансовой отчетности не так важна, так как из-за высокой концентрации собственности владельцы компании получают всю необходимую информацию о функционировании фирмы частным образом, поэтому частные компании имеют меньше стимулов к составлению информативной финансовой отчетности. К тому же, свою лепту в манипулирование в частных компаниях вносит и желание инсайдеров сохранить привилегии контроля фирмы (например, посредством дезинформации аутсайдеров или кредиторов) [Burghstahler et al., 2006, с. 987]. Несмотря на расхождения в части сравнения уровня манипулирования в публичных и непубличных компаниях с [Leuz et al., 2003], авторы приходят к аналогичному с этим исследованием выводу о существовании обратной

взаимосвязи между степенью развития корпоративного законодательства и уровнем манипулирования во всех (и частных, и публичных) компаниях.

В 2010 году появилось исследование [Givoly et al., 2010], изучившее различия в манипулировании прибылью между полностью публичными фирмами и частными фирмами с публично торгуемым долгом с целью выявления взаимосвязи уровня манипулирования и наличия публично торгуемых долевых бумаг. Агрегируя существовавшие на тот момент расхождения касательно вопроса о превалирующих стимулах манипулирования<sup>1</sup>, авторы предлагают две противоположные гипотезы, которые, однако, не являются взаимоисключающими, речь идет о «нетто» эффекте [Givoly et al., 2010, с. 199]. Гипотеза «спроса» предполагает, что публичные фирмы имеют более сильные стимулы к составлению информативной отчетности<sup>2</sup>. Во-первых, для акционеров публичных компаний финансовая отчетность является основным путем получения информации, а во-вторых, публичным фирмам выгодно улучшать качество отчетности, чтобы снизить издержки на потенциальные судебные иски и уменьшить стоимость привлекаемого капитала. Гипотеза «оппортунистического поведения», напротив, постулирует доминирование стимулов к манипулированию среди публичных компаний, что объясняется стремлением менеджеров соответствовать ожиданиям фондового рынка и демонстрировать рост прибылей. Кроме того, менеджеры могут иметь косвенный стимул в форме компенсации, выплачиваемой акциями компании [Givoly et al., 2010, с. 199].

Результаты исследования на широкой выборке нефинансовых американских показывают, что в среднем публичные компании в большей степени вовлечены в манипулирование прибылью, это означает доминирование гипотезы «оппортунистического поведения». Кроме того, исследователи отмечают, что публичные фирмы в среднем более консервативны<sup>3</sup> в своем финансовом учете [Givoly et al., 2010, с. 222].

Схожая работа была проделана в 2013 году на еще бóльшей выборке частных и публичных американских компаний с целью сделать те общие выводы, которых избегали предыдущие исследования ввиду ограниченности использовавшихся выборок [Hope et al., 2013, с. 1716]. Противопоставив обсуждавшиеся выше гипотезы «спроса» и «оппортунистического поведения», авторы показывают, что гипотеза «спроса» доминирует на их выборке. При этом несоответствие своих результатов результатам исследования

---

<sup>1</sup> Отмечается, что результаты предыдущих исследований (см. [Beatty et al., 2002; Burgstahler et al., 2006]) не могут быть распространены на публичные и частные компании в общем, так как изучавшаяся отрасль (банковская в [Beatty et al., 2002]) или экономический регион (Евросоюз в [Burgstahler et al., 2006]) имеют свои особенности регулирования.

<sup>2</sup> То есть к снижению манипулирования по сравнению с частными компаниями.

<sup>3</sup> Консерватизм в данном случае подразумевает своевременное признание убытков [Givoly et al., 2010, с. 204].

[Givoly et al., 2010] они объясняют тем, что в последнем использовалась выборка не «подлинных» частных компаний, а частных компаний с торгуемым долгом, которые в среднем в несколько раз больше «подлинных» частных компаний и чаще пользуются услугами именитых аудиторов [Hore et al., 2013, с. 1719]. Исследователи отмечают, что более высокое качество финансовой отчетности публичных компаний исчезает в условиях, когда они испытывают дополнительные стимулы к манипулированию, как то стремление превзойти ожидания экспертов или прошлогодние показатели, подготовка к выпуску облигационных займов. Информативность отчетности публичных компаний ухудшается также в случае отсутствия проведенного членами «большой четверки» аудита или при отсутствии внимания к компании со стороны экспертов [Hore et al., 2013, с. 1738].

#### **1.4. Основные модели оценки уровня манипулирования**

В этом параграфе будут обсуждаться методология и технические особенности реализации исследований, обзор которых приводится в предыдущем параграфе, а также некоторых других<sup>1</sup>. По причине особенностей регулирования и публикации отчетности компаний финансовой сферы методология исследований [Beatty, Harris, 1998] и [Beatty et al., 2002] здесь не анализируется.

##### **Исследование Leuz et al.**

Как упоминалось выше, исследование [Leuz et al., 2003] ставило своей целью сопоставление уровней манипулирования прибылью в различных странах с отличающимися законодательными особенностями. Для этого авторы разработали четыре прокси-переменных, улавливающих различные методы и инструменты манипулирования прибылью.

Для выявления учетных манипуляций, применяемых с целью сглаживания прибыли, исследователи предлагают использовать соотношение стандартного отклонения операционной прибыли фирмы к стандартному отклонению ее операционного денежного потока. Чем ниже значение данной прокси переменной, тем (при прочих равных) активнее менеджеры используют инструменты учетного манипулирования для сглаживания прибыли. Так как исследование было сосредоточено на изучении национальных особенностей, для определения показателя страны бралось медианное значение показателя.

---

<sup>1</sup> Другие анализируемые в данном параграфе исследования не были нацелены на сравнение публичных и частных компаний в части манипулирования прибылью, однако их результаты могут быть полезны для целей данной работы. Так, например, подавляющее большинство инструментов сравнения сосредотачиваются на выявлении и измерении учетного манипулирования, в то время как исследование [Zang, 2012] предлагает инструментарий для выявления и агрегированного измерения неучетного манипулирования.



Операционный денежный поток рассчитывается как разность чистой прибыли и начислений (accruals). При этом начисления рассчитываются по формуле (1).

$$Accruals_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta Cash_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta STD_{it} - \Delta TP_{it}) - Dep_{it}, \quad (1)$$

где *Accruals* – начисления,  $\Delta CA$  – изменение текущих активов,  $\Delta Cash$  – изменение в денежных средствах,  $\Delta CL$  – изменение краткосрочных обязательств,  $\Delta STD$  – изменение в краткосрочных кредитах,  $\Delta TP$  – изменение в налогах к уплате, *Dep* – начисленная амортизация. Индекс *it* обозначает принадлежность наблюдения к фирме *i* в год *t*. Если отсутствуют данные по краткосрочным кредитам и налогам к уплате, они принимаются равными нулю [Leuz et al., 2003, с. 510].

Когда менеджеры сталкиваются с «шоками» (резкими изменениями внешних условий), они могут использовать начисления для того, чтобы скрыть влияние шоков на отчетные показатели. Например, они могут начать агрессивно признавать будущую выручку или отложить признание расходов, чтобы скрыть низкую текущую эффективность. И наоборот, в случае чрезмерно резкого роста эффективности менеджеры могут скрыть часть этого роста, создавая резервы на будущее. В обоих случаях буфером, накапливающим шоки, служат начисления. Коэффициент корреляции начислений между изменениями в начислениях и изменениями операционного денежного потока выступает второй мерой манипулирования. Отрицательный знак этого коэффициента является индикатором применения менеджментом инструментов учетного манипулирования прибылью. Операционный денежный поток и начисления рассчитываются так же, как для первого показателя. Для исследования национальной специфики данный показатель рассчитывается сразу по всем компаниям одной страны [Leuz et al., 2003, с. 510].

Менеджеры компаний могут использовать учетные методы не только с целью постоянного сглаживания колебаний прибыли, но и с целью точечного воздействия на отчетные показатели при наличии сильного стимула (чтобы удовлетворить ожидания аналитиков или «разогреть» инвесторов перед эмиссией акций). Для выявления таких воздействий авторы вводят третью прокси-переменную: абсолютную величину начислений, нормированную на абсолютную величину операционного денежного потока (для страны бралось медианное значение). Нормирование на операционный денежный поток вводится с целью исключения влияния размера и общей эффективности фирмы [Leuz et al., 2003, с. 510].

Менеджеры ограничены в объемах манипулирования прибылью, поэтому не могут трансформировать большие убытки в прибыли. Тем не менее, относительно малые убытки могут быть превращены в малые прибыли путем манипулирования, поэтому четвертой

прокси-переменной было введено отношение количества (частоты) малых прибылей к частоте малых убытков. Малые прибыли и малые убытки классифицировались при попадании в интервалы  $[-0,01; 0,00)$  и  $[0,00; 0,01]$  соответственно чистой прибыли нормированной на общие активы [Leuz et al., 2003, с. 511].

Наконец, агрегирующей эти четыре показателя была введена пятая, итоговая переменная, рассчитываемая как среднее по четырем позициям каждой страны в сортированных по убыванию рейтингах по каждой переменной. Далее с помощью построения различных регрессионных моделей исследователи изучали взаимосвязь уровней манипулирования с национальными особенностями экономик тех стран, компании из которых попали в итоговую выборку.

### **Исследование Burgstahler et al.**

Данное исследование во многом копировало инструментарий предыдущего с небольшими изменениями (например, для введения в модели отраслевой специфике некоторые показатели рассчитывались не только для стран в целом, но и для отдельных отраслей внутри страны). Кроме того, в отличие от предыдущего исследования, все наблюдения делились на публичные и частные фирмы, так как целью данной работы было именно исследование различий.

Первой прокси-переменной (*EMI*) стало упоминавшееся выше соотношения количества малых прибылей к количеству малых убытков, использовался аналогичный критерий отнесения к малым прибылям или убыткам: чистая прибыль (убыток) должна была попасть в диапазон до 1% от общих активов на конец предыдущего года. Впрочем, авторы отмечают, что все выводы исследования остались неизменными и для критериев 0,5% и 2%. *EMI* рассчитывалась для каждой страны и для каждой отрасли с разделением на публичные и непубличные компании [Burgstahler et al., 2006, с. 990-991].

Для измерения манипулирования с помощью начислений авторы также использовали другую прокси-переменную (*EM2*), которая, по аналогии с [Leuz et al., 2003], вычислялась как отношение абсолютной величины начислений к абсолютной величине операционного денежного потока. Авторы отмечают, что использование данной переменной неявным образом подразумевает, что операционный денежный поток фирмы не подвергается манипулированию, что верно только в случае, если компания использует исключительно учетные методы манипулирования. Для целей исследования использовалось медианное значение показателя для каждой отрасли в каждой стране [Burgstahler et al., 2006, с. 991].

В качестве третьей меры манипулирования ( $EM3$ ) было предложено (снова абсолютно аналогично с [Leuz et al., 2003]) использовать соотношение стандартного отклонения операционной прибыли к стандартному отклонению операционного денежного потока, умноженное на  $-1$ , чтобы большие значения соответствовали большему вовлечению в манипулирование [Burgstahler et al., 2006, с. 991].

Четвертое измерение ( $EM4$ ), введенное авторами, вычислялось как коэффициент корреляции между изменениями в начислениях и изменениями в операционном денежном потоке.  $EM4$  также умножалась на  $-1$ , чтобы изменить с обратной на прямую связь значения прокси-переменной с уровнем манипулирования [Burgstahler et al., 2006, с. 991].

В качестве агрегирующей переменной  $EM_{aggr}$  используется среднее по четырем процентным показателям, каждый из которых вычисляется следующим образом: составляется рейтинг национальных отраслей по каждой прокси-переменной, затем для каждой вычисляет процент от максимального значения данной переменной [Burgstahler et al., 2006, с. 992].

Далее исследователи строят регрессионную модель вида (2), где все переменные рассчитаны для каждой отрасли в каждой стране.

$$EM_{aggr,i} = \alpha_0 + \alpha_1 PUBL_i + \alpha_2 LEGAL_i + \alpha_3 SIZE_i + \alpha_4 LEV_i + \alpha_5 GROWTH_i + \alpha_6 ROA_i + \alpha_7 CYCLE_i + \sum \alpha_j Industry\ Controls + \varepsilon_i, \quad (2)$$

где  $EM_{aggr}$  – агрегированный индекс манипулирования,  $PUBL$  – бинарная переменная, равная 1 для публичных компаний и 0 для частных,  $LEGAL$  – переменная-индекс, измеряющая степень развития правовой и судебной системы в стране,  $SIZE$  – натуральный логарифм общих активов на конец года,  $LEV$  – финансовый рычаг (отношение долгосрочных обязательств к сумме долгосрочных обязательств и капитала),  $GROWTH$  – годовое процентное изменение выручки,  $ROA$  – годовая рентабельность активов,  $CYCLE$  – операционный цикл в днях,  $Industry\ controls$  – бинарные переменные, определяющие принадлежность фирмы к той или иной отрасли (для исключения влияния отраслевых особенностей) [Burgstahler et al., 2006, с. 1003-1004]. Так как регрессия строится по отраслям-странам, для расчетов используются медианные величины соответствующих показателей по подгруппам [Burgstahler et al., 2006, с. 997]. Для проверки робастности построенной модели также строится однофакторная модель с переменной  $PUBL$  в качестве регрессора.

Кроме того, исследователи проверяют полученные выводы с помощью использования альтернативных показателей уровня манипулирования. Так, вводится показатель уровня консервативности отчетности ( $EC_{aggr}$ ), сконцентрированный на

фиксации степени своевременности признания прибылей/ убытков и состоящий из трех переменных<sup>1</sup> [Burgstahler et al., 2006, с. 1007]: (1) отношение количества крупных (более 20% от общих активов конца прошлого периода) прибылей к количеству крупных убытков. Чем меньше это соотношение, тем выше склонность менеджмента использовать обсуждавшийся в предыдущих параграфах подход *big bath*, когда при невозможности достичь хотя бы нулевой отметки по прибыли менеджеры «пускаются во все тяжкие» и максимально признают убытки, чтобы создать резервы для будущих прибылей. (2) коэффициент асимметрии центральной части распределения (+/- 20% от общих активов конца прошлого периода) отношения чистых прибылей/убытков к общим активам на конец предыдущего периода. Чем ниже значение коэффициента, тем более своевременно компания (или компании отрасли) признает убытки (отрицательный коэффициент отражает смещение вершины распределения в положительную сторону, как этого следует ожидать в нормальной ситуации без манипулирования). (3) Оценка коэффициента  $\alpha_2$  из регрессии (3), который принимает отрицательные значения, когда прибыли признаются своевременно и являются «проходящими» (в противоположном случае можно ожидать равенство данного коэффициента нулю, так как изменение прибыли прошлого года не может служить предиктором изменения прибыли этого года, потому что прибыли намеренно «конструируются» менеджерами [Ball, Shivakumar, 2005, с. 92]).

$$\Delta NI_t = \alpha_0 + \alpha_1 D\Delta NI_{t-1} + \alpha_2 \Delta NI_{t-1} + \alpha_3 D\Delta NI_{t-1} * \Delta NI_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (3)$$

где  $\Delta NI$  – изменение чистой прибыли,  $D\Delta NI$  – бинарная переменная, принимающая значение 1 в случае, если прошлогоднее изменение прибыли было отрицательным.

В качестве второй альтернативной «собирающей» меры манипулирования предлагается другой индекс, тоже составленный как среднее из трех процентных оценок для каждой отрасли-страны: (1) дисперсия абсолютных значений изменения чистой прибыли, умноженная на  $-1^2$ . (2) Отношение дисперсии абсолютных изменений в операционной прибыли к дисперсии абсолютных изменений в операционном денежном потоке, умноженное на  $-1^3$ . (3) Абсолютное значение дискреционных начислений,

<sup>1</sup> Для расчета показателя снова берется среднее трех процентных рейтингов.

<sup>2</sup> Таким образом, наименьшие значения дисперсии будут обозначать наибольшее вовлечение в манипулирование в формате сглаживания прибылей.

<sup>3</sup> То есть чем меньше само отношение, тем больше компания вовлечена в манипулирование. За этим стоит следующая логика: если в операционном денежном потоке периодически происходят большие изменения, то при нормальном учете без манипулирования они должны отразиться на операционной прибыли. Однако в случае манипулирования это не происходит и дисперсия операционной прибыли остается на уровне существенно ниже оной для операционного денежного потока.

вычисленное по модели Jones [1991] как разность между существующим и «нормальным» уровнем общих начислений [Burgstahler et al., 2006, с. 1007].

### **Исследование Givoly et al.**

Как в подробностях обсуждалось выше, теоретическая база данного исследования состояла в проверке и оценке чистого эффекта двух противоположных гипотез: гипотезы «спроса» на качественную финансовую отчетность со стороны участников фондового рынка, предполагающей более низкие уровни манипулирования для публичных компаний, и гипотезы «оппортунистического поведения» менеджеров, гласящей, что стимулы фондового рынка (например, ожидания инвесторов касательно роста прибылей) заставляют менеджеров увеличивать манипулирование в присутствии этих стимулов. Для выявления различий в манипулировании прибылью частными и публичными компаниями авторы вводят концепцию «качества прибылей» (*earnings quality*). Отмечается, что концепция качества прибылей трактуется по-разному в различных академических работах, поэтому вводится сразу несколько инструментов измерения манипулирования [Givoly et al., 2010, с. 201].

Итак, первый подход, применяемый авторами – постоянство начислений. Оно измеряется с помощью оценивания параметров следующей регрессионной модели (4):

$$OI_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 CF_{i,t} + \beta_2 ACCR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (4)$$

где  $OI$  – операционная прибыль,  $CF$  – операционный денежный поток (рассчитываемый как операционная прибыль минус начисления),  $ACCR$  – начисления, рассчитанные как изменение чистых операционных активов от года  $t-1$  к году  $t$ .<sup>1</sup> Все переменные модели нормируются на чистые операционные активы конца предыдущего периода, индексы  $i$  и  $t$  (здесь и в дальнейшем) обозначают компанию и год соответственно. В параметрах данной модели значимость и оценка параметра  $\beta_2$  определяет вклад начислений в определение чистой прибыли [Givoly et al., 2010, с.202].

Для целей непосредственного сравнения авторы используют расширенную версию модели (4), включающую также бинарную переменную, отражающую публичность компании, а также перекрестные переменные для операционного денежного потока и начислений (для частных компаний). Кроме того, для исключения влияния размера, темпов роста и долговой нагрузки в эту регрессию вводятся соответствующие переменные; наиболее полная регрессионная модель имеет вид (5).

---

<sup>1</sup> Чистые операционные активы рассчитываются как балансовая стоимость всех акций компании, плюс общий долг, минус денежные средства и краткосрочные финансовые инвестиции.

$$OI_{t+1} = q_0 + q_1CF_t + q_2ACCR_t + q_3PRIVATE + q_4PRIVATE * CF_t + q_5PRIVATE * ACCR_t + q_6LEVERAGE_t + q_7SIZE_t + q_8GROWTH_t + \varepsilon_t, \quad (5)$$

где *PRIVATE* – бинарная переменная, индикатор частной компании (1 для частных компаний, 0 для публичных), *PRIVATE \* CF* – перекрестная переменная, характеризующая различия в эффективности операционного денежного потока для предсказания операционной прибыли между частными и публичными компаниями, *PRIVATE \* ACCR* – перекрестная переменная, характеризующая различия в эффективности начислений для предсказания операционной прибыли между частными и публичными компаниями, *LEVERAGE* – отношение долговых обязательств фирмы к общим активам, *SIZE* – общие активы компании, *GROWTH* – изменение в общих активах за последний период [Givoly et al., 2010, с. 210-211].

В модели (5), оцененной на выборке частных и публичных компаний, значимое отличие коэффициентов  $q_4$  и  $q_5$  от нуля позволяют говорить о различиях между публичными и частными фирмами в манипулировании с помощью начислений. Положительное значение данных коэффициентов будет свидетельствовать о том, что операционная прибыль частных компаний лучше предсказывается операционным денежным потоком и начислениями, а значит, точнее отражает экономическую действительность.

Вторым способом измерения вводится стабильность предсказания начислений с помощью прошлых, текущих и будущих денежных потоков: чем меньше фирма вовлекается в манипулирование прибылью, тем меньше должны быть остатки эмпирической регрессионной модели (6).

$$TCA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1CFO_{i,t-1} + \beta_2CFO_{i,t} + \beta_3CFO_{i,t+1} + \beta_4\Delta REV_{i,t} + \beta_5PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (6)$$

где *TCA* – общие текущие начисления (текущие активы за вычетом денежных средств минус текущие обязательства за вычетом краткосрочных обязательств), *CFO* – операционный денежный поток (операционная прибыль общие текущие начисления за вычетом амортизации),  $\Delta REV$  – изменение в выручке за последний год, *PPE* – основные средства и оборудование. Чтобы исключить влияние изменения в бизнесе компании, стандартное отклонение остатков регрессии (6) нормируется на стандартное отклонение общие текущих начислений [Givoly et al., 2010, с. 203].

Следующим шагом параметры регрессии (6) на кросс-секции оцениваются для каждой отрасли и проводятся тесты сравнения средних значений для публичных и частных компаний каждой отрасли. Для проверки робастности в модель (6) также включались

переменные размера, долговой нагрузки, роста фирмы, а также некоторые другие [Givoly et al., 2010, с. 212].

Третьим измерением, по которому авторы сравнивали публичные и частные компании на предмет манипулирования прибылью стало присутствие/отсутствие манипулирования (*absence of earnings management*) как такового [Givoly et al., 2010, с. 203-204]. В качестве инструмента использовался показатель концентрации прибылей в области чуть выше некоторых порогов прибыли. Сначала исследователи строили гистограмму нормированных на прошлогодние общие активы чистых прибылей и приростов чистых прибылей. Ширина интервала на гистограмме определялась по формуле<sup>1</sup>, заимствованной из [Degeorge et al., 1999, с. 19]. Затем для интервалов слева и справа от нуля рассчитывалась ожидаемая частота<sup>2</sup>. Следующим шагом рассчитывалась стандартизированная разность между реальной и ожидаемой частотой в интервалах справа и слева от нуля. Авторы отмечают, что такие стандартизированные разности должны иметь стандартное нормальное распределение в случае, если распределение прибылей или приростов прибылей действительно нормальное. Различия в стандартизированных разностях для публичных и частных компаний сравнивались между собой, чтобы сравнить степень манипулирования в частных и публичных компаниях [Givoly et al., 2010, с. 212, 215-216]. Кроме того, исследователи пытаются выявить манипулирование в построенном интервале справа от нуля, рассчитывая долю фирм, для которых аномальные<sup>3</sup> начисления составили больше разницы между показателем прибыли (или ее прироста) и пороговым значением (нулем или нулевым приростом). Наконец, авторы пытаются найти различия между публичными и частными компаниями с помощью построения однофакторной регрессионной модели зависимости превышения компанией порога по прибыли от аномальных начислений. Процент компаний, для которых регрессионная модель значима, служит конечным объектом сравнения.

Наконец, в качестве четвертого критерия сравнения публичных и частных компаний на предмет манипулирования прибылью был выбран консерватизм в отчетности (*reporting conservatism*), заключающийся в более своевременном признании убытков (*more timely recognition of losses*) по сравнению с прибылями. Для измерения консерватизма исследователи пользуются двумя моделями: первая позаимствована из [Ball, Shivakumar,

---

<sup>1</sup> Формула устанавливает прямую связь необходимой ширины интервала к однородности выборки (используется межквартильный интервал) и обратную – к объему выборки:  $2 * 2(IQR)n^{-1/3}$ .

<sup>2</sup> Ожидаемая частота рассчитывалась как среднее между эмпирическими частотами в двух соседних интервалах.

<sup>3</sup> Относительно прогнозной модели, которая, с небольшими изменениями заимствована из [Jones, 1991].

2005, с. 92] (см. регрессию (3) в предыдущем подпараграфе). Как уже обсуждалось в данной работе, отрицательно значение коэффициента  $\alpha_2$  в регрессии (3) означает отсутствие манипулирования прибылью (так как признание прибылей и убытков осуществляется своевременно), а равенство нулю служит индикатором манипулирования (из-за того, что менеджеры переносят прибыли и убытки на более «удобные» периоды, изменение прибыли в данном периоде не может служить предиктором изменения прибылей следующего периода).

Вторая, дополнительная модель для измерения консерватизма основана схожем принципе, примененном к общим начислениям и операционному денежному потоку (7):

$$ACC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DCFO_{i,t} + \alpha_2 CFO_{i,t} + \alpha_3 DCFO_{i,t} * CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (7)$$

где  $ACC$  – общие начисления, нормированные на начало периода,  $DCFO$  – бинарная переменная, принимающая значение 1, если  $CFO < 0$ ,  $CFO$  – операционный денежный поток, аналогично нормированный на общие активы начала периода. Для целей исследования играет роль значение коэффициента  $\alpha_3$ : если он значительно отличается от нуля, это позволяют заключить, что в случае отрицательного реального операционного денежного потока менеджеры пытаются это скрыть с помощью увеличения начислений [Givoly et al., 2010, с. 204-207].

Для оценки различий в регрессии (3) и (7) включались бинарная переменная *PRIVATE* (равная 1 для частных компаний и 0 для публичных) и все соответствующие перекрестные переменные. Значимое отличие от нуля соответствующего коэффициента интерпретировалась как различие в манипулировании между публичными и частными компаниями [Givoly et al., 2010, с. 218-221].

### **Исследование Норе et al.**

Как и в описанных выше исследованиях, авторы данного исследования придерживаются тактики использования нескольких инструментов сравнения одновременно. Они обосновывают это (1) малой исследованностью манипулирования прибылью в частных компаниях, (2) отсутствием в академическом обществе консенсуса касательно методов измерения качества финансовой отчетности и (3) тем фактом, что использование одного инструмента может оказаться предвзятым из-за наличия неких упущенных факторов, в то время как использование нескольких различных методов поможет избавиться от таких случайных ошибок [Норе et al., 2013, с. 1723].

Итак, в качестве первого инструмента сравнения Норе et al. предлагают использовать дискреционные начисления (*DisTA*; т. е. начисления, использование которых



обусловлено выбором менеджеров, а не изменениями в реальном денежном потоке). В начале оцениваются параметры регрессионной модели (8) для каждой отрасли и года.

$$Accr_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1(1/Assets_{i,t-1}) + \alpha_2\Delta Rev_{i,t} + \alpha_3PPE_{i,t} + \alpha_4ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (8)$$

где *Accr* – нормированные на общие активы на начало периода общие начисления (общие начисления вычисляются как разность текущих активов за вычетом денежных средств и текущих обязательств за вычетом краткосрочных кредитов минус амортизация), *Assets* – общие активы,  $\Delta Rev$  – нормированное на общие активы начала периода изменение выручки за последний период, *PPE* – нормированные на общие активы начала периода основные средства и оборудование, *ROA* – нормированная на общие активы начала периода чистая прибыль текущего периода. По своей сути модель (8) является классической моделью Jones [Jones, 1991, с. 211], дополненной показателем *ROA*.

Модель (8) предполагает, что вся необъясненная часть вариации в начислениях, не связанная с изменениями выручки является дискреционными начислениями (которые обычно рассматриваются в качестве меры манипулирования прибылью). Размер основных средств и рентабельность активов вводятся в модель для исключения влияния особенностей фирм (индивидуальной эффективности) [Hore et al., 2013, с. 1724]. Далее исследователи переходят к абсолютным величинам и умножают их на  $-1$ , таким образом добиваясь прямой взаимосвязи между значением показателя и качеством финансовой отчетности<sup>1</sup>.

Второй инструментом была выбрана регрессионная модель (6), использованная также в исследовании [Givoly et al., 2010]. Модель исходит из предположения о связи текущих дискреционных начислений с прошлыми, настоящими и будущими операционными денежными потоками. Однако, в отличие от Givoly et al., авторы предлагают нормировать количественные переменные модели на общие активы начала периода [Hore et al., 2013, с. 1724]. Механизм действия данного инструмента аналогичен первому: после оценивания регрессии остатки будут отражать необъясненные операционным денежным потоком, изменениями выручке или долей основных средств текущие начисления, которые рассматриваются как свидетельство манипулирование. Непосредственно мерой манипулирования снова является абсолютная величина аномальных текущих дискреционных начислений, умноженная на  $-1$  (*DisWCA*; то есть остатков модели (6)) [Hore et al., 2013, с. 1724].

В качестве третьего инструмента авторы воспользовались моделью так называемой дискреционной выручки (*discretionary revenues*). Дискреционная выручка рассчитывалась

---

<sup>1</sup> То есть для исследования уровня манипулирования умножать рассчитанные показатели на  $-1$  не нужно.

для каждой отрасли в каждом году как абсолютная величина остатков следующей регрессионной модели (9):

$$\Delta AR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Rev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (9)$$

где  $\Delta AR$  – годовое изменение в дебиторской задолженности,  $\Delta Rev$  – годовое изменение выручки, обе переменные нормированы на активы на начало года. Остатки этой модели содержат в себе все факторы ( $DisRev$ ), влияющие на изменение дебиторской задолженности помимо изменения выручки в предположении, что политика работы с дебиторской задолженностью фирмы не изменяется в наблюдаемом периоде [Hope et al., 2013, с. 1725]. Переменная снова умножается на  $-1$ , чтобы большие значения соответствовали высшему качеству финансовой отчетности.

Полностью воспроизводя прокси-переменную  $EM2$  из исследования [Burgstahler et al., 2006], авторы вводят также отношение абсолютной величины начислений к абсолютной величине операционного денежного потока ( $AccrCash$ ). Чтобы уменьшить разнородность по данной переменной, для целей исследования используется натуральный логарифм рассчитанного показателя, умноженный на  $-1$  [Hope et al., 2013, с. 1725].

Наконец, пятым инструментом были уже неоднократно упоминавшиеся модели (3) и (7) с введением также бинарной переменной, отвечающей за публичность компании, а также всех соответствующих перекрестных переменных для выявления разницы между публичными и частными компаниями. Эти две модели использовались для получения второстепенных результатов, касающихся взаимосвязи качества аудита компаний с уровнем манипулирования прибылью.

Для получения финальных результатов сравнения оценивались параметры регрессии (10) для каждой из первых четырех переменных в качестве регрессанда.

$$\begin{aligned} (DisTA, DisWCA, DisRev, or AccrCash)_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Public_{i,t} + \alpha_2 Log\_Assets_{i,t} \\ & + \alpha_3 ROE_{i,t} + \alpha_4 Std\_ROA_{i,t} + \alpha_5 Lev_{i,t} + \alpha_6 Growth_{i,t} + \alpha_7 Op\_Cycle_{i,t} \\ & + \alpha_8 Capital\_Need_{i,t} + \alpha_9 Inv_{i,t} + \alpha_{10} Loss_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \end{aligned} \quad (10)$$

где  $Public$  – бинарная переменная, равная 1 для публичных компаний (0 для частных),  $Log\_Assets$  – натуральный логарифм активов,  $ROE$  – рентабельность собственного капитала (собственный капитал рассчитывается как среднее на начало и на конец года),  $Std\_ROA$  – стандартное отклонение рентабельности активов,  $Lev$  – финансовый леверидж (отношение общих обязательств к общим активам),  $Growth$  – рост общих активов

за текущий период, *Op\_Cycle* – операционный цикл<sup>1</sup> компании, *Capital\_Need* – процентное изменение в уставном капитале и долгосрочных кредитах, *Inv* – запасы нормированные на общие активы, *Loss* – кумулятивная доля лет, в которые компания показывала убыток. Также включались в модель фиксированные эффекты отрасли и года [Hore et al., 2013, с. 1729].

### Исследование Zang

Одним из дополнительных исследований, не сосредотачивавшихся на сравнении манипулирования прибылью в публичных и непубличных компаниях и тем не менее достойных рассмотрения, является исследование Zang [2012], посвященное изучению осуществления выбора между учетными и неучетными методами манипулирования. Интерес представляет механизм оценки неучетного манипулирования, применяемый автором, так как все вышеописанные подходы концентрировались в подавляющем большинстве случаев и инструментов на учетном манипулировании.

Так как для отслеживания изменений уровня реального манипулирования во времени необходим некий агрегированный показатель, Zang пользуется подходом, заимствованным из [Roychowdhury, 2006], который заключается в прогнозировании с помощью регрессионных моделей (11) и (12) нормального уровня дискреционных и производственных издержек для каждой отрасли-года.

$$DISEXP_t/A_{t-1} = \beta_0 + \beta_1 1/A_{t-1} + \beta_2 S_{t-1}/A_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (11)$$

$$PROD_t/A_{t-1} = \beta_0 + \beta_1 (1/A_{t-1}) + \beta_2 (S_t/A_{t-1}) + \beta_3 (\Delta S_t/A_{t-1}) + \beta_4 (\Delta S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t, \quad (12)$$

где *DISEXP* – дискреционные издержки<sup>2</sup>, *A* – общие активы, *S* – выручка нетто, *PROD* – издержки производства (себестоимость проданной продукции плюс изменение в запасах),  $\Delta S$  – изменение выручки нетто.

Остатки данных моделей являются аномальными издержками, которые рассматриваются как признак реального манипулирования. Агрегированный индекс реального манипулирования рассчитывается для каждой компании как сумма остатков модели (11) и остатков модели (12), однако остатки модели (11) умножаются на –1, чтобы большее значение показателя подразумевало большую степень вовлечения в

<sup>1</sup> Рассчитывался как [Запасы / (Себестоимость продаж / 365)] + [Дебиторская задолженность / (Выручка / 365)].

<sup>2</sup> Сумма коммерческих, управленческих расходов, а также расходов на продажи и НИОКР [Zang, 2012, с. 683].

манипулирование прибылью (при прочих равных, уменьшение дискреционных издержек ведет к повышению прибылей) [Zang, 2012, 682-683].

### **1.5. Гипотезы исследования**

Сравнительный анализ влияния развитости фондового рынка и корпоративной законодательной базы на манипулирование показывает, что в случае слабого развития оных как частные, так и публичные фирмы манипулируют больше, однако при прочих равных частные компании демонстрируют более высокие уровни управления прибылью [Burgstahler et al., 2006, с. 1013]. Аналогично, исследование [Hope et al., 2013] заявляет о схожих результатах: авторы приходят к выводу, что в среднем американские публичные демонстрируют более высокое качество отчетности, что эквивалентно более низким уровням манипулирования (по сравнению с частными компаниями). Эти два исследования по своему инструментарию и, самое главное, по выборке компаний являются наиболее всеобъемлющими и потому с большей уверенностью могут быть обобщены и для мирового уровня (и экстраполированы на Россию).

Однако для в российских условиях ситуация несколько осложняется отсутствием мощного регулирования учета, слабым развитием корпоративного права, а также чрезвычайно малым числом «настоящих»<sup>1</sup> публичных компаний, что создает дополнительные стимулы к манипулированию для менеджеров публичных компаний.

Кроме того, еще одной большой проблемой исследования на российских данных является отсутствие для частных компаний раскрываемых данных по объему амортизационных отчислений (которые являются основой учетного манипулирования; см. Обзор методов манипулирования прибылью), в связи с чем данное исследование ограничено в применении рассмотренных инструментов и выявлении учетного манипулирования прибылью, связанного с амортизацией.

Тем не менее, с опорой на предыдущие исследования в данной области, а также с учетом возрастающей роли неучетного манипулирования как способа обхода регулирования правил составления отчетности, были сформулированы гипотезы, соответствующие гипотезе «спроса»:

*Гипотеза 1. При прочих равных непубличные компании демонстрируют более высокие уровни учетного манипулирования прибылью.*

*Гипотеза 2. При прочих равных непубличные компании демонстрируют более высокие уровни неучетного манипулирования прибылью.*

---

<sup>1</sup> Не просто публичных по организационно-правовой форме, но и имеющих относительно большой объем торгов на бирже.

*Гипотеза 3. При прочих равных непубличные компании демонстрируют более высокие общие уровни манипулирования прибылью.*

### **1.6. Выводы по главе**

Под манипулированием прибылью в целях данной работы понимается совершение менеджерами законных действий, оказывающих влияние на показатели финансовой отчетности компании, с целью их изменения. Основными методами манипулирования прибылью являются учетное и неучетное манипулирование: первое включает в себя все инструменты, связанные с учетным процессом компании, второе же подразумевает совершение некоторых реальных<sup>1</sup> «желательных» операций, которые тоже в конечном счете находят свое отражение в учетном процессе компании, влияя нужным образом на показатели деятельности. Среди основных стимулов к манипулированию можно выделить: стремление получить бонусы, поддержание репутации СЕО, стремление превзойти бенчмарк<sup>2</sup>, манипулирование ожиданиями инвесторов перед размещением ценных бумаг, стремление обойти ковенанты, стимулы государственного контроля, стремление получить государственное субсидирование, минимизацию налогов.

В стимулах менеджеров публичных и частных компаний существуют различия из-за разного регулирования, систем корпоративного управления и конфигурации агентской проблемы. В частных, менее зарегулированных и лучше контролируемых компаниях важную роль играют стимулы, связанные с ковенантами, субсидиями или же личными выгодами, в то время как в публичных компаниях, имеющих более широкий круг заинтересованных сторон, доминировать будут уже стимулы фондового рынка (при сохранении сильной роли стремления к персональному вознаграждению).

На основе вышеизложенного складываются две противоположных гипотезы: гипотеза «спроса» предполагает сильную роль контроля фондового рынка и большее вовлечение в манипулирование со стороны частных компаний, гипотеза «оппортунистического поведения» наоборот постулирует ключевую роль отчетности для публичных компаний, заставляющую менеджеров публичных компаний манипулировать больше с целью увеличить вознаграждение. Несмотря на относительно слабое развитие российского фондового рынка и корпоративного права, основные гипотезы данного исследования соответствуют концепции «спроса».

---

<sup>1</sup> Например, продажа активов, перепроизводство, продажи со скидками, выкуп акций и т. п.

<sup>2</sup> Стоит отметить, что этот стимул относится к не только к стимулам фондового рынка, так как для большинства компаний может быть актуально достижение нулевой отметки или нулевого прироста прибыли вне зависимости от публичности. Кроме того, поскольку зачастую вознаграждение менеджеров так или иначе привязано к достижению неких целевых показателей, что делает этот источник мотивации находящимся где-то посередине между стимулами рынка и персональной (внутренней) мотивацией.

## ГЛАВА 2. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ МАНИПУЛИРОВАНИЯ ПРИБЫЛЬЮ В ПУБЛИЧНЫХ И НЕПУБЛИЧНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ

### 2.1. Формирование выборки

Для формирования выборки были отобраны российские публичные и непубличные компании, удовлетворяющие следующим критериям:

1. Объем активов на протяжении временного промежутка 2014-2018 годов не опускался ниже 1 млрд рублей;
2. Выручка на протяжении временного промежутка 2014-2018 годов не опускалась ниже 1 млрд рублей;
3. Все необходимые данные (ниже) доступны на временном промежутке 2014-2018 год;
4. Компания не относится к сфере финансовых услуг, не является банком или страховой компанией. Основной деятельностью компании не являются портфельные или прямые инвестиции.

Данные о финансовых показателях компаний до 2014 года не использовались по причине их потенциального негативного влияния на качество моделей из-за сильной волатильности, вызванной мировым финансовым кризисом 2008-2009 годов, а также структурных изменений в экономике, вызванных западными санкциями в связи с присоединением Крымского полуострова в начале 2014 года.

Для обеспечения сопоставимости подвыборок частных и публичных компаний по основным параметрам отбор компаний в выборку осуществлялся в два этапа: на первом этапе в подвыборку были выделены все существующие в России публичные компании, удовлетворяющие критериям, затем она была разбита на подкатегории по объему активов (по состоянию на конец 2018 года), содержащие от 28 до 95 публичных компаний. На втором этапе в каждую подкатегорию были отобраны частные компании в количестве, примерно равном количеству публичных компаний в этой категории. Таким образом, количества частных и публичных компаний в общей, объединенной выборке примерно равны (см. Таблица 1).

Активы	Публичных	Частных	Всего
< 10 млрд руб.	56	63	120
11–50 млрд руб.	90	94	192
51–100 млрд руб.	39	44	81
101-350 млрд руб.	40	49	91

> 351 млрд руб.	28	32	59
Итого	253	282	535

*Таблица 1* Количество компаний в подвыборках  
Источник: разработано автором.

В конечном итоге для целей исследования по описанным алгоритму и критериям в два этапа были отобраны 535 российских компаний (253 публичных и 282 частных). Из информационной системы СПАРК были загружены ежегодные<sup>1</sup> данные о:

1. Чистой прибыли/убытке;
2. Выручке;
3. Общих активах;
4. Основных средствах;
5. Оборотных активах;
6. Краткосрочных обязательствах;
7. Денежных средства и эквивалентах;
8. Запасах;
9. Себестоимости продаж;
10. Коммерческих и управленческих расходах;
11. Дебиторской задолженности

этих компаний за 2014-2018 годы. Отраслевая структура выборки является достаточно диверсифицированной, однако для нивелирования эффектов, вызванных малым числом наблюдений внутри каждой отрасли, они были объединены в девять укрупненных отраслей (см. Диаграмма 1). В связи с особенностями ведения бизнеса, а также различиями в структуре затрат и издержек, строительство не было включено в группу услуг. Из-за высокого развития металлдобывающего и металлоперерабатывающего сектора в российской экономике он был выделен из прочей деятельности по производству веществ и материалов.

Из-за примененного фильтра на размер активов компаний и их выручка, в выборку попали только крупные фирмы. Это означает, что выводы данной работы, безусловно, не могут быть распространены на все частные фирмы (большая часть которых является экстремально маленькой). В то же время, это обеспечивает бóльшую однородность выборки

<sup>1</sup> Годовые показатели отчетности используются по трем причинам. Во-первых, квартальная отчетность многих бизнесов подвержена влиянию сезонности, а потом может быть излишне «шумной» и негативно повлиять на качество моделей. Во-вторых, бонусы менеджеров привязаны преимущественно к годовым показателям. В-третьих, инвесторы уделяют главное внимание годовой отчетности при принятии инвестиционных решений, что особенно важно для публичных компаний (а в целях данной работы – для правильного анализа стимулов манипулирования).

(как было доказано многими исследованиями, размер компании является важным детерминантом манипулирования прибылью).

Как упоминалось выше, все использованные в исследовании данные доступны публично в информационной системе СПАРК<sup>1</sup>.

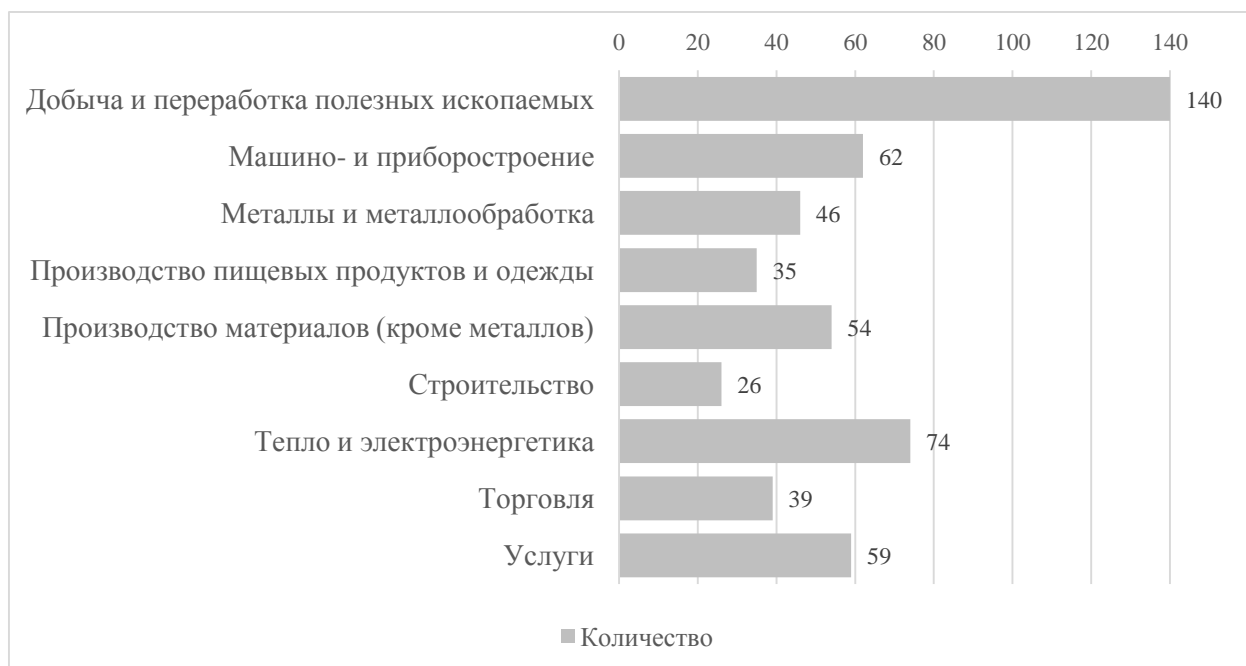


Диаграмма 1 Отраслевая структура выборки.  
Источник: разработано автором.

## 2.2. Модели исследования

Специфика данного исследования заключается в поэтапной процедуре сравнительного анализа. На первом этапе были подобраны и применены модели, позволяющие спрогнозировать значения некоторых финансовых показателей компаний. Отклонения этих показателей от прогнозных могут быть интерпретированы как эффекты вовлечения менеджмента в процесс манипулирования прибылью. Таким образом, эти отклонения служат количественной мерой манипулирования. На втором этапе были протестированы итоговые модели, исследовавшие взаимосвязь принадлежности компании к публичным или частным фирмам со степенью вовлечения в манипулирование.

### 2.2.1. Модели измерения манипулирования

Дабы максимально полно и всеобъемлюще измерить манипулирование прибылью в российских частных и публичных компаниях, были применены модели выявления учетного манипулирования (модифицированная модель Jones), модели выявления основных видов

<sup>1</sup> База данных СПАРК [Электронный ресурс] // Международная информационная группа ИНТЕРФАКС. — Режим доступа: <http://www.spark-interfax.ru/> (дата обращения: 11.03.2020).



неучетного манипулирования (модели Zang), а также модель дискреционной выручки, призванная охватить все виды манипулирования одновременно.

### Модель измерения учетного манипулирования

Для измерения учетного манипулирования в целях данного исследования была использована модифицированная модель Jones. Исходная версия [Jones, 1991, с. 211] была дополнена фактором рентабельности активов (*ROA*) для достижения большей объясняющей силы. Таким образом, использованная в данной работе модель аналогична модели (8) из [Hore et al., 2013, с. 1724].

$$Accr_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1(1/Assets_{i,t-1}) + \alpha_2\Delta Rev_{i,t} + \alpha_3PPE_{i,t} + \alpha_4ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (8)$$

Здесь *Accr* – нормированные на общие активы на начало периода общие начисления (общие начисления вычисляются как разность изменения текущих активов за вычетом изменения денежных средств и изменения текущих обязательств минус амортизация)<sup>1</sup>, *Assets* – общие активы, *ΔRev* – нормированное на общие активы начала периода изменение выручки за последний период, *PPE* – нормированные на общие активы начала периода основные средства и оборудование, *ROA* – нормированная на общие активы начала периода чистая прибыль текущего периода. В связи с ограниченной доступностью данных для частных российских компаний было принято решение отказаться от компонента амортизации в модели.

Модель (8) работает следующим образом: любые необъясненные ею изменения (остатки модели) трактуются как дискреционные начисления, то есть учетные факты, не имеющие под собой реальной основы. Изменение выручки служит естественным критерием оценки справедливости начислений: когда меняется выручка, это факт находит свое отражение в начислениях и, следовательно, в отчетности компании. Размер основных средств и рентабельность активов вводятся в модель для исключения влияния особенностей фирм (капиталоинтенсивности и индивидуальной эффективности) [Hore et al., 2013, с. 1724]. Нормированная на активы константа служит для устранения негативных эффектов от вариации в активах.

Параметры модели оценивались по каждой отрасли отдельно для каждого года, таким образом были получены прогнозные значения для каждой компании в каждом году,

---

<sup>1</sup> Таким образом, формула выглядит как  $Accr = (\Delta \text{Текущие активы} - \Delta \text{Денежные средства и эквиваленты}) - \Delta \text{Краткосрочные обязательства} - \text{Амортизация}$ .

начиная с 2015.<sup>1</sup> Величина остатков для каждой компании обозначалась  $RA$  и являлась первой мерой манипулирования прибылью.

### Модели измерения неучетного манипулирования

Для измерения неучетного манипулирования в данной работе использовались две модели, «настроенных» на различные инструменты неучетного манипулирования: перепроизводство и занижение дискреционных издержек (дискреционные издержки определялись как сумма коммерческих и управленческих расходов компании за период)<sup>2</sup>. Оба инструмента являются одними из самых широко применяемых из-за своей относительной простоты и наиболее эффективны в сочетании.

Перепроизводство наиболее актуально в производящих отраслях: менеджеры предприятий могут намеренно увеличивать выпуск продукции, чтобы снизить себестоимость единицы продукции. При перепроизводстве увеличивается доля продукции, которая по состоянию на конец отчетного периода остается нерезализованной, таким образом, часть общепроизводственных и общехозяйственных затрат капитализируется в запасах, а именно в себестоимости этой нерезализованной продукции. Для выявления такого манипулирования в данной работе применялась модель (12), заимствованная из [Roychowdhury, 2006, с. 345] и [Zang, 2012, с. 682].

$$\begin{aligned} PROD_t/A_{t-1} = & \beta_0 + \beta_1 (1/A_{t-1}) + \beta_2 (S_t/A_{t-1}) \\ & + \beta_3 (\Delta S_t/A_{t-1}) + \beta_4 (\Delta S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t, \end{aligned} \quad (12)$$

где  $PROD$  – издержки производства (себестоимость проданной продукции плюс изменение в запасах),  $A$  – общие активы,  $S$  – выручка нетто,  $\Delta S$  – изменение выручки нетто в соответствующий индексу период.

Производственные издержки могут быть обусловлены, в первую очередь, текущими продажами (выручкой), однако модель также предполагает возможность влияния роста компании, а также прошлого роста (отражен в модели прошлым изменением продаж), что позволяет учесть создание запасов «под рост» компании. Важно отметить, что производственные издержки содержат в себе не только себестоимость проданной

---

<sup>1</sup> В отраслях с недостаточным количеством данных (менее 50 доступных наблюдений в отрасли за год) использовалась сквозная регрессия по панельным данным.

<sup>2</sup> В исследовании Zang [2012], из которого позаимствована концепция, под дискреционными издержками понимаются такие издержки, снижение которых не ведет к снижению результативности в краткосрочной перспективе, то есть сумма коммерческих, управленческих расходов, а также расходов на продажи и НИОКР [Zang, 2012, с. 683]. Однако ввиду отсутствия публикуемых данных по расходам на НИОКР российских компаний данное исследование ограничивается коммерческими и управленческими расходами.

продукции, но и изменение запасов. Включение изменения запасов в издержки производства помогает выявить и учесть произведенную, но нереализованную продукцию.

Для компаний непроизводящих отраслей на первый план выходит манипулирование с помощью дискреционных начислений. Менеджеры могут снижать расходы на рекламу или администрирование, чтобы сократить отчетные расходы компании и, соответственно, повысить операционную и чистую прибыль. Для измерения такого вида неучетного манипулирования использовалась модель (11), аналогичным образом применявшаяся в исследованиях [Roychowdhury, 2006, с. 345] и [Zang, 2012, с. 683].

$$DISEXP_t/A_{t-1} = \beta_0 + \beta_1 1/A_{t-1} + \beta_2 S_{t-1}/A_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (11)$$

где  $DISEXP$  – сумма коммерческих и управленческих расходов (дискреционные издержки),  $A$  – общие активы,  $S$  – выручка нетто в соответствующий индексный период.

Изменение дискреционных издержек очевидным образом связано с выручкой компании, однако в модели используется значение прошлогодней выручки. Это связано с возможностью искажения остатков в случае использования выручки текущего года: если компания манипулировала прибылью и действительно завысила выручку текущего года, остатки модели (11) будут аномально малыми даже для тех компаний, которые не использовали дискреционные издержки как инструмент манипулирования прибылью. Для устранения этой проблемы используются прошлогодние значения.

В обе модели для нейтрализации возможных эффектов вариации в активах компаний также включается нормированная на активы константа [Roychowdhury, 2006, с. 344].

Параметры обеих моделей также оценивались для каждой отрасли и года с исключением для отраслей с количеством наблюдений менее 50<sup>1</sup>. Остатки модели (11) умножались на  $-1$ , чтобы большее значение остатков соответствовало большему вовлечению в манипулирование прибылью (чем меньше остаток модели, тем сильнее были занижены дискреционные издержки, значит меньший остаток означает большее манипулирование). Умноженные на  $-1$  остатки модели (11) обозначались переменной  $RDX$ , остатки модели (12) –  $RPX$ .

### **Модель измерения общего манипулирования**

Общий уровень манипулирования был измерен с помощью модели (9) дискреционной выручки, применявшейся в исследовании [Horne et al., 2013] и позаимствованной из [Stubben, 2010]. Модель призвана выявить изменения в выручке, вызванные так называемым дискреционным компонентом.

---

<sup>1</sup> В таких случаях использовалась сквозная регрессия по всем годам в рамках данной отрасли.

$$\Delta AR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Rev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (9)$$

где  $\Delta AR$  – годовое изменение в дебиторской задолженности,  $\Delta Rev$  – годовое изменение выручки, обе переменные нормированы на активы на начало года. Остатки этой модели содержат в себе все факторы, влияющие на изменение дебиторской задолженности помимо изменения выручки в предположении, что политика работы с дебиторской задолженностью фирмы не изменяется в наблюдаемом периоде [Hope et al., 2013, с. 1725].

Остатки данной модели служат мерой манипулирования: чем они больше, тем больше дискреционная выручка, а следовательно, и больше вовлечена в манипулирование компания [Stubben, 2010, с. 700].

Абсолютно аналогично с вышеописанными моделями, для отраслей с ежегодным количеством наблюдений более 50 оценивались параметры регрессий для каждого года, для отраслей с меньшим количеством наблюдений использовалась сквозная регрессия за весь период наблюдений в рамках отрасли. Остатки моделей (отклонения от прогнозируемых значений) обозначались переменной  $RDR$ .

#### 2.2.2. Модель выявления различий

Чтобы протестировать выдвинутые гипотезы и выявить различия в уровнях манипулирования прибылью между публичными и частными компаниями, была задействована модель вида (13).

$$(RA, RPX, RDX, RDR) = \alpha_0 + \alpha_1 PRIVATE + \alpha_2 LNA + \alpha_3 ROA + \alpha_4 GROWTH + \alpha_5 INV + \alpha_6 LEV + \varepsilon, \quad (13)$$

где  $RA$  – аномальные дискреционные начисления,  $RPX$  – аномальные производственные издержки,  $RDX$  – аномальные дискреционные издержки, умноженные на  $-1$ ,  $RDR$  – дискреционная выручка (все эти показатели рассчитываются как остатки моделей (8), (12), (11) и (9) соответственно),  $PRIVATE$  – бинарная переменная, принимающая значение 1, если компания частная, 0 – если публичная,  $LNA$  – натуральный логарифм общих активов (логарифмирование применяется для повышения однородности выборки по данному показателю),  $ROA$  – рентабельность активов (отношение чистой прибыли к общим активам на начало периода),  $GROWTH$  – рост компании (разность выручки текущего и прошлого периода, деленная на выручку прошлого периода),  $INV$  – запасы, нормированные на общие активы начала периода,  $LEV$  – финансовый леверидж (отношение долгосрочных обязательств к общим активам на начало периода).

Бинарная переменная, ее значимость и знак оценки коэффициента перед ней является предметом данного исследования. Общие активы включаются в факторы дабы

исключить взаимосвязь активов компании с уровнем манипулирования.<sup>1</sup> Рентабельность активов присутствует в модели, так как общая эффективность компании также может иметь взаимосвязь с ее начислениями, издержками и процедурами признания выручки. Быстрый рост компании может вызвать столь же существенные колебания в отчетных показателях, которые будут ошибочно приняты за манипулирование прибылью, поэтому введение переменной роста в модель нивелирует вероятность таких ошибок. Важным детерминантом показателей (в особенности используемых для определения аномальных дискреционных издержек) может быть политика в отношении запасов, принятая в конкретной компании. Для исключения ошибок, связанных с индивидуальными особенностями фирм в этом отношении в модель включена также переменная запасов. Наконец, финансовый леверидж может создавать весьма существенные стимулы для манипулирования. Высокий уровень долговой нагрузки в сочетании с необходимостью привлечения внешнего финансирования могут заставить менеджеров манипулировать прибылью чтобы получить новые кредиты и при этом не нарушить условия старых. Чтобы разграничить взаимосвязь регрессандов с этим фактором, вводится соответствующая контрольная переменная.

### 2.3. Описательная статистика

#### Описательная статистика по исходным данным

Первоначальные наблюдения были очищены от выбросов по всем исходным переменным. Описательная статистика с делением на публичные и непубличные компании приведена в Таблица 2.

Показатель	Подвыборка	Среднее	Минимум	Максимум
Общие активы ( <i>A</i> )	Публичные	$6.61 \cdot 10^7$	1143739	$1.86 \cdot 10^9$
	Частные	$7.75 \cdot 10^7$	1604568	$7.95 \cdot 10^8$
Леверидж ( <i>LEV</i> )	Публичные	0.543	0.011	0.949
	Частные	0.566	0.007	0.950
ROA ( <i>ROA</i> )	Публичные	0.054	-0.364	0.497
	Частные	0.069	-0.317	0.478
Рост ( <i>GROWTH</i> )	Публичные	0.132	-0.485	1.480
	Частные	0.156	-0.478	1.484
Основные средства ( <i>PPE</i> )	Публичные	$2.67 \cdot 10^7$	1623	$1.65 \cdot 10^9$
	Частные	$2.29 \cdot 10^7$	1257	$4.28 \cdot 10^8$
Запасы ( <i>INV</i> )	Публичные	3959767	1066	$6.90 \cdot 10^7$
	Частные	4842205	1117	$9.38 \cdot 10^7$
	Публичные	$1.11 \cdot 10^7$	30754	$1.86 \cdot 10^8$

<sup>1</sup> Логично ожидать, что чем больше размер компании, тем сильнее в ней проявляется отделение собственности от управления и, соответственно, усиливаются стимулы к манипулированию. Исследования подтверждают наличие взаимосвязи размера компании с качеством ее финансовой отчетности [Horie et al., 2013, с. 1723].

Дебиторская задолженность (AR)	Частные	$1.81 \cdot 10^7$	38342	$5.04 \cdot 10^8$
Денежные средства	Публичные	2822388	133	$1.02 \cdot 10^8$
	Частные	3161329	105	$2.33 \cdot 10^8$
Долгосрочные обязательства	Публичные	$2.13 \cdot 10^7$	363	$1.74 \cdot 10^9$
	Частные	$2.54 \cdot 10^7$	355	$4.92 \cdot 10^8$
Текущие обязательства	Публичные	$1.64 \cdot 10^7$	173867	$2.85 \cdot 10^8$
	Частные	$2.28 \cdot 10^7$	337358	$6.46 \cdot 10^8$
Выручка (REV)	Публичные	$3.14 \cdot 10^7$	1193598	$2.50 \cdot 10^8$
	Частные	$4.17 \cdot 10^7$	1436524	$2.71 \cdot 10^8$
Себестоимость продаж	Публичные	$2.48 \cdot 10^7$	286472	$1.83 \cdot 10^8$
	Частные	$3.23 \cdot 10^7$	401470	$1.84 \cdot 10^8$
Коммерческие расходы	Публичные	2346338	1793	$4.22 \cdot 10^7$
	Частные	3617872	1127	$7.34 \cdot 10^7$
Управленческие расходы	Публичные	1186508	21546	8253906
	Частные	1728393	22658	$1.53 \cdot 10^7$
Чистая прибыль	Публичные	2598822	-9848947	$1.49 \cdot 10^8$
	Частные	4492551	-9811039	$1.37 \cdot 10^8$

Таблица 2 Описательная статистика по основным переменным (все абсолютные значения в тыс. руб.).

Источник: разработано автором.

В целом можно видеть, что подвыборки частных и публичных компаний практически эквиваленты по всем показателям: в среднем компании частной подвыборки немного крупнее и потому имеют несколько большие средние значения практически по всем показателям. Тем не менее, эти различия не являются существенными, так как порядок средних идентичен для всех переменных.

### Описательная статистика для переменных измерительных моделей

Ниже (Таблица 3) приведена описательная статистика после очистки от выбросов для переменных, включенных в прогнозные модели, с помощью которых в данной работе осуществляется измерение манипулирования прибылью.

Переменная	Среднее	Минимум	Максимум
$ACCR/A_{t-1}$	0.0160	-0.6756	0.7084
$PRODX/A_{t-1}$	0.9381	-0.2689	4.6245
$DISX/A_{t-1}$	0.1041	0.0015	0.5142
$REV/A_{t-1}$	1.2275	0.0115	5.8882
$REV_{t-1}/A_{t-1}$	1.0701	0.0085	5.0638
$\Delta REV/A_{t-1}$	0.1329	-0.8020	1.2129
$\Delta REV_{t-1}/A_{t-1}$	0.1181	-1.9352	3.2674
$PPE/A_{t-1}$	0.3534	0.0011	1.2669

$ROA$	0.0620	-0.3641	0.4979
$\Delta AR/A_{t-1}$	0.0299	-0.3786	0.4460

Таблица 3 Описательная статистика по основным переменным прогнозных моделей.  
Источник: разработано автором.

Эти данные интерпретируются следующим образом: в среднем по компаниям выборки производственные издержки эквивалентны примерно 94% стоимости активов на начало соответствующего периода, в то время как дискреционные – только 10%, а начисления в среднем составляют всего лишь около 1,5% от активов. В то же время выручка в среднем больше чем активы примерно на 23% на начало периода, но всего лишь на 7% больше, чем активы конца того же периода. Средняя доля балансовой стоимости основных средств в активах составила 35%, средняя рентабельность активов – 6,2%.

## 2.4. Результаты исследования и их интерпретация

### 2.4.1. Модели измерения манипулирования

#### Модель измерения учетного манипулирования

Перед оцениванием моделей прогнозирования учетного манипулирования была проанализирована корреляционная матрица, включавшая предполагаемые факторы модели (см. Таблица 4).

	$Accr$	$I/A$	$\Delta Rev$	$PPE$	$ROA$
$Accr$	1				
$I/A$	0.0422*	1			
$\Delta Rev$	0.0190*	0.2561*	1		
$PPE$	-0.0339*	-0.1301*	-0.0544*	1	
$ROA$	0.1790*	0.0161*	0.1258*	0.0473*	1

Таблица 4 Корреляционная матрица факторов модели учетного манипулирования.  
Звездочкой помечены значимо отличающиеся от нуля при уровне значимости 0,05 коэффициенты.  
Источник: разработано автором.

Как можно видеть по коэффициентам корреляции, наиболее тесно регрессанд прогнозной модели связан с эффективностью деятельности компании, измеренной с помощью показателя рентабельности активов ( $ROA$ ). Тем не менее, все остальные коэффициенты корреляции значимы на уровне значимости 0,05 (более того, все они остаются значимыми и при снижении его до 0,01), поэтому включение соответствующих регрессоров в модель действительно имеет смысл, несмотря на достаточно низкое значение коэффициента корреляции с регрессандом.

Ниже приводятся агрегированные результаты оценивания прогнозной модели (8) по отраслям (Таблица 5). Для отраслей, в которых параметры прогнозной модели оценивались по годам, приведены средние значения коэффициента детерминации. Несмотря на

значимость самих моделей, в некоторых отраслях (например, строительство или энергетика) объясняющая сила прогнозной модели не превышала нескольких процентов, что позволяет предположить наличие прочих факторов, имеющих связь с начислениями российских компаний.<sup>1</sup> Наибольшую часть вариации в начислениях модель объясняет в таких отраслях, как добыча и переработка полезных ископаемых и машиностроение. Причина может крыться как в наибольшем развитии данных отраслей в российской экономике, так и в их особенностях учета, позволяющих точнее прогнозировать начисления по выбранной модели.

Отрасль	Средний adj. R <sup>2</sup>
Добыча и переработка полезных ископаемых	0.132***
Машино- и приборостроение	0.157**
Металлы и металлообработка	0.078***
Производство пищевых продуктов и одежды	0.063***
Производство составов и материалов	0.078*
Строительство	0.038*
Тепло и электроэнергетика	0.056***
Торговля	0.059***
Услуги	0.050*

Таблица 5 Значения средних скорректированных коэффициентов детерминации прогнозных моделей для учетного манипулирования.

\*, \*\*, \*\*\* – модель значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.

Источник: разработано автором.

### Модели измерения неучетного манипулирования

Аналогично, для предварительной проверки эффективности моделей (11) и (12), позволяющих измерить уровень неучетного манипулирования прибылью, были оценены коэффициенты корреляции предполагаемых факторов модели с зависимыми переменными (производственными и дискреционными издержками соответственно). Данные по модели (12) представлены в Таблица 6. Важно отметить, что в контексте обсуждения данных моделей производственными издержками, дискреционными издержками выручкой и прочими показателями подразумеваются их нормированные на активы на начало периода аналоги.

	<i>PRODX</i>	<i>I/A</i>	<i>REV/A</i>	$\Delta REV/A$	$\Delta REV/A_{t-1}$
<i>PRODX</i>	1				
<i>I/A</i>	0.5262*	1			
<i>REV/A</i>	0.9584*	0.5953*	1		

<sup>1</sup> Низкие коэффициенты детерминации не противоречат результатам других исследований. Так, например, исследование, в котором была предложена данная модель, отчитывалось о размахе коэффициентов детерминации от 0 до 58%, при этом наименьшие 25% не превышали 13% [Jones, 1991, с. 213].



$\Delta REV/A$	0.5220*	0.2561*	0.5267*	1	
$\Delta REV/A_{t-1}$	0.4458*	0.1732*	0.4663*	0.3375*	1

Таблица 6 Корреляционная матрица факторов модели неучетного манипулирования с помощью производственных издержек.

Звездочкой помечены значимо отличающиеся от нуля при уровне значимости 0,05 коэффициенты.

Источник: разработано автором.

Производственные издержки очень близко коррелируют с выручкой: чем выше продажи, тем больше и себестоимость. Тем не менее, остальные факторы также достаточно сильно коррелированы с производственными издержками, поэтому все они могут быть включены в модель для последующего оценивания и прогнозирования. Что касается корреляции между дискреционными издержками и выручкой предыдущего периода, ее коэффициент составил 0,488 и оказался значимо отличным от нуля на всех уровнях значимости вплоть до 0,01.

После предварительной оценки работоспособности моделей на основе корреляционных матриц были оценены их параметры. Результаты приведены в Таблица 7 (аналогично с моделью учетного манипулирования, для отраслей, в которых параметры прогнозной модели оценивались по годам, приведены средние значения коэффициента детерминации.).

Отрасль	Средний $R^2$ (DISX)	Средний adj. $R^2$ (PRODX)
Добыча и переработка полезных ископаемых	0.484***	0.969***
Машино- и приборостроение	0.476***	0.954***
Металлы и металлообработка	0.056***	0.988***
Производство пищевых продуктов и одежды	0.221***	0.816***
Производство составов и материалов	0.167***	0.888***
Строительство	0.044	0.936***
Тепло и электроэнергетика	0.381***	0.872***
Торговля	0.061*	0.970***
Услуги	0.494***	0.983***

Таблица 7 Значения средних (для PRODX – скорректированных) коэффициентов детерминации прогнозных моделей для неучетного манипулирования.

\*, \*\*, \*\*\* – модель значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.

Источник: разработано автором.

Все модели оказались значимы при уровне значимости 0,01, кроме модели прогнозирования дискреционных издержек для строительной отрасли, которая оказалась не значима вовсе. Это может быть обусловлено особенностями ведения коммерческих и управленческих расходов в строительной отрасли, кроме того, свою роль мог сыграть малый объем доступных данных: строительная отрасль до удаления выбросов из выборки содержала всего 26 компаний.

### Модель измерения общего манипулирования

Что касается модели дискреционной выручки, коэффициент корреляции между ее единственным регрессором и регрессандом составил 0,185 и значимо отличался от нуля на уровне значимости 0,01.

Снова были оценены параметры модели для каждой отрасли и года (или сквозной регрессией по всем наблюдениям в отрасли, если количество наблюдений в году составляло менее 50). Коэффициенты детерминации (среднее значения для отраслей с достаточным количеством наблюдений, где регрессии оценивались по годам) представлены в Таблица 8.

Отрасль	Средний adj. R <sup>2</sup>
Добыча и переработка полезных ископаемых	0.179***
Машино- и приборостроение	0.038***
Металлы и металлообработка	0.180***
Производство пищевых продуктов и одежды	0.055***
Производство составов и материалов	0.122***
Строительство	0.143***
Тепло и электроэнергетика	0.058***
Торговля	0.035**
Услуги	0.393***

Таблица 8 Значения средних скорректированных коэффициентов детерминации прогнозных моделей для общего манипулирования.

\*, \*\*, \*\*\* – модель значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.

Источник: разработано автором.

Все модели оказались значимыми, однако объясняющая сила некоторых (например, для торговой или машиностроительной отрасли) составила немногим больше 3%, что может негативно отразиться на точности оценивания уровня манипулирования с помощью данной модели.

#### 2.4.2. Модели выявления различий

##### Различия в учетном манипулировании

В качестве меры учетного манипулирования в исследовании выступала переменная *RA*, по сути представлявшая собой остатки модели (8). Для анализа различий между публичными и частными компаниями были оценены параметры регрессии следующего вида (14):

$$RA = \alpha_0 + \alpha_1 PRIVATE + \alpha_2 LNA + \alpha_3 ROA + \alpha_4 GROWTH + \alpha_5 INV + \alpha_6 LEV + \varepsilon \quad (13)$$

Результаты оценивания по всей выборке, а также отдельно по каждой отрасли приведены в Таблица 9 и Таблица 10.

Отрасль	Константа	PRIVATE	LNA	ROA	GROWTH
Добыча и переработка полезных ископаемых	0.173	-0.016	-0.002	-1.184***	0.041
Машино- и приборостроение	-0.185	-0.002	0.008	-0.073	0.039
Металлы и металлообработка	0.09	0.046	-0.011	0.119	0.046
Производство пищевых продуктов и одежды	0.319	-0.209	0.021	-1.061***	0.111**
Производство составов и материалов	0.168	0.021	-0.008	0.025	-0.054
Строительство	-0.27	0.012	0.02	0.037	-0.094
Тепло и электроэнергетика	0.056	0.02	-0.003	-0.475***	0.042
Торговля	0.006	0.044	-0.005	-0.987	-0.146*
Услуги	0.708*	0.011	-0.038*	-2.956***	0.124
Вся выборка	0.105*	0.006	-0.003	-0.624***	0.006

Таблица 9 Результат оценивания регрессии с RA в качестве регрессанда.

\*, \*\*, \*\*\* – модель/переменная значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.

Источник: разработано автором.

Отрасль	INV	LEV	adj. R <sup>2</sup>	P-value
Добыча и переработка полезных ископаемых	0.118	-0.084***	0.352***	0.000
Машино- и приборостроение	-0.228**	0.116*	0.044**	0.023
Металлы и металлообработка	0.119	0.062	0.005	0.341
Производство пищевых продуктов и одежды	-0.177	-0.581**	0.334*	0.061
Производство составов и материалов	-0.050	-0.050	-0.008	0.629
Строительство	0.265**	-0.179	0.0774	0.428
Тепло и электроэнергетика	0.219*	0.056	0.092***	0.000
Торговля	0.102	0.062	0.009	0.331
Услуги	0.187	0.02	0.501***	0.000
Вся выборка	0.067**	-0.053***	0.096***	0.000

Таблица 10 Результат оценивания регрессии с RA в качестве регрессанда (продолжение).

\*, \*\*, \*\*\* – модель/переменная значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.

Источник: разработано автором.

Прежде всего, можно сделать вывод о том, что примененная модель измерения учетного манипулирования оказалась нерабочей на некоторых отраслях: металлдобывающей и обрабатывающей, производящей, строительной, а также торговой, так как модели, построенные на подвыборках компаний из данных отраслей, незначимы. Однако ни в одной даже из значимых моделей не значима бинарная переменная *PRIVATE*, фиксирующая факт публичности компании. Таким образом, можно сделать вывод о том, что на основании проведенного исследования гипотеза 1 отвергается: *между публичными и частными компаниями нет различий в уровнях учетного манипулирования прибылью*.

Кроме того, анализируя данные таблиц, можно также заключить, что рентабельность активов компании (ROA) имеет обратную связь с уровнем учетного манипулирования: чем

эффективней работает компания, тем меньше она вовлечена в учетное манипулирование. Теоретическое обоснование вытекает непосредственно из одного из главных стимулов – достижения бенчмарков. Часто причиной манипулирования становится желание показать положительную прибыль, что само по себе подразумевает нулевую или отрицательную рентабельность активов. Кроме того, менеджеры компаний с высоким ROA достаточно явно демонстрируют свою эффективность и получают соответствующее вознаграждение, при этом снижаются их персональные стимулы к манипулированию. Данный вывод согласуется с предыдущими исследованиями вопроса (см., например, [Burgstahler et al., 2006, с. 1003]).

Вывод можно сделать и об обратной связи с учетным манипулированием финансового левериджа компании: чем он больше, тем меньше компания манипулирует. Возможным объяснением здесь может послужить контроль со стороны кредиторов: при большем плече кредиторы в большей степени озабочены финансовым благополучием компании, а потому более тщательно анализируют и контролируют ее деятельность, тем самым повышая потенциальные издержки разоблачения манипулирования для менеджеров. Схожие результаты были получены в исследовании Норе et al. [2013, с. 1730].

Однако все данные выводы имеют ограничение, вызванное характером использованной прогнозной модели: в отличие от общепринятой практики, в модели не были учтены амортизационные отчисления, так как российские компании не обязаны раскрывать такую информацию. Между тем, одним из наиболее привлекательных для менеджеров предметов воздействия в рамках использования учетных инструментов манипулирования является как раз амортизация. Таким образом, часть учетного манипулирования в данном исследовании была вынужденно упущена из-за ограничения на доступную информацию.

#### **Различия в неучетном манипулировании (производственные издержки)**

Переменная RPX, отражающая остатки модели (12), служит мерой вовлечения компании в неучетное манипулирование посредством перепроизводства. Для анализа различий между публичными и частными компаниями были оценены параметры регрессии следующего вида (15):

$$RPX = \alpha_0 + \alpha_1 PRIVATE + \alpha_2 LNA + \alpha_3 ROA + \alpha_4 GROWTH + \alpha_5 INV + \alpha_6 LEV + \varepsilon \quad (15)$$

Результаты оценивания по всей выборке, а также отдельно по каждой отрасли приведены в Таблица 11 и Таблица 12.

Отрасль	Константа	PRIVATE	LNA	ROA	GROWTH
Добыча и переработка полезных ископаемых	0.380***	-0.001	-0.013***	-1.115***	-0.013
Машино- и приборостроение	0.569***	-0.002	-0.025***	-0.570***	0.054*
Металлы и металлообработка	0.458***	-0.015	-0.014*	-1.108***	0.039
Производство пищевых продуктов и одежды	1.966***	-0.066	-0.114***	-1.091***	0.018
Производство составов и материалов	-0.291*	-0.043**	0.020**	-0.719***	-0.156***
Строительство	0.711	0.030	-0.032***	-1.084***	0.036
Тепло и электроэнергетика	0.820	-0.011	-0.043*	0.597	0.216
Торговля	1.157***	-0.147**	-0.070***	-0.001	-0.252***
Услуги	0.224**	-0.057***	-0.010*	-0.810***	0.076**
Вся выборка	0.449***	0.017	-0.020***	-0.762***	-0.055**

Таблица 11 Результат оценивания регрессии с RPX в качестве регрессанда.

\*, \*\*, \*\*\* – модель/переменная значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.

Источник: разработано автором.

Отрасль	INV	LEV	adj. R <sup>2</sup>	P-value
Добыча и переработка полезных ископаемых	-0.119	-0.026	0.432***	0.000
Машино- и приборостроение	-0.429***	-0.024	0.329***	0.000
Металлы и металлообработка	-0.521***	0.004	0.492***	0.000
Производство пищевых продуктов и одежды	0.194	0.098	0.313***	0.000
Производство составов и материалов	0.323***	-0.029	0.357***	0.000
Строительство	-0.397***	-0.070	0.521***	0.000
Тепло и электроэнергетика	1.228*	-0.252	0.029**	0.035
Торговля	-0.663***	0.166	0.295***	0.000
Услуги	0.024	-0.051	0.312***	0.000
Вся выборка	-0.161***	-0.047*	0.087***	0.000

Таблица 12 Результат оценивания регрессии с RPX в качестве регрессанда (продолжение).

\*, \*\*, \*\*\* – модель/переменная значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.

Источник: разработано автором.

Очевидно, данная модель функционирует лучше, чем модель с мерой учетного манипулирования (RA) в качестве регрессанда: как общая регрессионная модель, так и модели на отраслевых подвыборках значимы (не значима лишь модель для энергетической отрасли при уровне значимости 0,01). Однако гипотеза 2 также не подтверждается: на основании полученных результатов можно утверждать, что *нет различий в уровнях неучетного манипулирования между российскими публичными и непубличными компаниями*.

Более того, на уровне значимости 0,05 гипотеза 2 отвергается в пользу противоположной для торговой, производственной и сервисной отраслей. В торговую

отрасль при отборе компаний были включены в первую очередь крупные ритейлеры, а также крупные оптовые торговые компании. Для них управление запасами и себестоимостью (то есть производственными издержками в терминах данного исследования), равно как и для производственных компаний, представляется наиболее простым, поэтому разница в стимулах публичных и частных компаний проявляется сильнее, выявляя тенденцию к большему манипулированию в публичных компаниях. Аналогичный тренд был выявлен и в отрасли услуг, однако здесь он может быть вызван в том числе необычной и более разнообразной природой себестоимости в сфере услуг (по сравнению с производственными или торговыми компаниями).

Что касается контрольных переменных, то использование манипулирования производственными издержками позволяет четко выделить обратную взаимосвязь размера активов и вовлечения в манипулирование, рентабельности активов компании и вовлечения в манипулирование, причем взаимосвязь проявляется как практически на всех отраслевых подвыборках, так и на общей выборке. Роль показателя ROA, как уже обсуждалось, заключается в снижении стимулов к манипулированию в действительно эффективных компаниях по сравнению с малоэффективными. В то же время, увеличение объема активов может создавать чрезмерно высокие риски для владельцев (или акционеров) и повышать заинтересованность в компании владельцев либо аналитиков и акционеров (в публичных компаниях), таким образом в обоих случаях за ростом активов будет следовать рост рисков и увеличение контроля, что снижает стимулы к манипулированию. Несмотря на непрозрачную природу такой закономерности, исследователи манипулирования прибылью находят подтверждения ее существованию [Burgstahler et al., 2006, с. 1003].

#### **Различия в неучетном манипулировании (дискреционные издержки)**

Чтобы измерить вовлечение в неучетное манипулирование посредством сокращения дискреционных издержек, остатки модели (11) были умножены на  $-1$  и записаны в переменную  $RDX$  (таким образом, бóльшие значения переменной соответствовали большему вовлечению в манипулирование). Для анализа различий между публичными и частными компаниями были оценены параметры регрессии следующего вида (15):

$$RDX = \alpha_0 + \alpha_1 PRIVATE + \alpha_2 LNA + \alpha_3 ROA + \alpha_4 GROWTH + \alpha_5 INV + \alpha_6 LEV + \varepsilon \quad (16)$$

Параметры модели (16) были оценены по отдельным отраслевым подвыборкам, а затем и по всей выборке. Результаты оценивания представлены в Таблица 13 и Таблица 14.

Отрасль	Константа	PRIVATE	LNA	ROA	GROWTH
Добыча и переработка полезных ископаемых	0.139*	0.020	-0.004	-0.257***	-0.056**
Машино- и приборостроение	0.091	-0.011	-0.004	-0.031	-0.011
Металлы и металлообработка	0.062	-0.034***	-0.006	0.113	-0.011
Производство пищевых продуктов и одежды	0.420	-0.083	0.025	-0.177	-0.089
Производство составов и материалов	-0.166*	-0.017	0.008	0.075	-0.051**
Строительство	нет данных				
Тепло и электроэнергетика	0.314	-0.098	-0.019	2.167	0.024
Торговля	1.233**	0.086	-0.065**	0.542**	0.054
Услуги	0.235***	0.016	-0.013***	-0.046	0.029
Вся выборка	0.231***	-0.004	-0.011***	-0.041	-0.043*

Таблица 13 Результат оценивания регрессии с RDX в качестве регрессанда.

\*, \*\*, \*\*\* – модель/переменная значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.

Источник: разработано автором.

Отрасль	INV	LEV	adj. R <sup>2</sup>	P-value
Добыча и переработка полезных ископаемых	-0.283***	-0.074***	0.156***	0.000
Машино- и приборостроение	-0.059	-0.000	-0.015	0.700
Металлы и металлообработка	-0.132***	-0.093***	0.144***	0.000
Производство пищевых продуктов и одежды	0.135	0.108	0.100**	0.012
Производство составов и материалов	0.161**	0.041**	0.079***	0.002
Строительство	нет данных			
Тепло и электроэнергетика	2.478	0.045	-0.019	0.569
Торговля	-0.563***	-0.095	0.447***	0.000
Услуги	-0.121	-0.028	0.081**	0.038
Вся выборка	-0.145***	-0.012	0.013***	0.002

Таблица 14 Результат оценивания регрессии с RDX в качестве регрессанда (продолжение).

\*, \*\*, \*\*\* – модель/переменная значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.

Источник: разработано автором.

Модель (16), оцененная как по всей выборке, так и по большинству отраслевых подвыборок, снова опровергает гипотезу 2: незначимость переменной PRIVATE говорит об *отсутствии различий между публичными и непубличными компаниями в уровнях неучетного манипулирования*. Снова подтверждается противоположная гипотеза о более высоких уровнях манипулирования в публичных компаниях (соответствует гипотезе «оппортунистического поведения»), однако только для металлургической отрасли. Таким образом, частные компании металлургической отрасли чаще, нежели публичные, прибегают к манипулированию с помощью дискреционных издержек.

По результатам оценивания регрессии вида (16) можно также сделать вывод о наличии устойчивой обратной взаимосвязи между долей запасов в общих активах и неучетным манипулированием (к такому же заключению выводит анализ оценивания модели (15), такая взаимосвязь наблюдалась и в исследовании [Hope et al., 2013, с. 1730]. Кроме того, на примере отраслей по добыче полезных ископаемых и металлообрабатывающей еще раз подтверждается обратная взаимосвязь финансового левериджа с уровнем манипулирования прибылью.

### Различия в общем уровне манипулирования

Наконец, для оценки общего уровня манипулирования использовались остатки модели (17). Модель аналогично предыдущим оценивалась как на общей выборке, так и на отдельных отраслях.

$$RDR = \alpha_0 + \alpha_1 PRIVATE + \alpha_2 LNA + \alpha_3 ROA + \alpha_4 GROWTH + \alpha_5 INV + \alpha_6 LEV + \varepsilon \quad (17)$$

Результаты оценивания данной регрессионной модели представлены в Таблица 15 и Таблица 16.

Отрасль	Константа	PRIVATE	LNA	ROA	GROWTH
Добыча и переработка полезных ископаемых	-0.182	-0.018	0.006	0.234**	-0.095**
Машино- и приборостроение	-0.175	0.001	0.006	0.107	0.008
Металлы и металлообработка	0.125	-0.005	-0.010	0.345**	0.008
Производство пищевых продуктов и одежды	0.172	0.019	-0.013	0.188**	-0.011
Производство составов и материалов	-0.048	0.007	0.002	0.043	-0.033
Строительство	-0.378	-0.007	0.006	0.985*	-0.002
Тепло и электроэнергетика	0.023	0.005	-0.002	-0.009	-0.026
Торговля	0.335**	-0.028	-0.019**	-0.071	0.030
Услуги	-0.420*	0.039	0.022*	-0.295	-0.298***
Вся выборка	-0.039	-0.013*	0.001	0.060	-0.067***

Таблица 15 Результат оценивания регрессии с RDR в качестве регрессанда.

\*, \*\*, \*\*\* – модель/переменная значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.

Источник: разработано автором.

Отрасль	INV	LEV	adj. R^2	P-value
Добыча и переработка полезных ископаемых	0.215*	0.013	0.016**	0.035
Машино- и приборостроение	-0.048	0.107*	-0.006	0.561
Металлы и металлообработка	-0.002	0.052	0.011	0.251



Производство пищевых продуктов и одежды	-0.118**	0.063	0.030	0.157
Производство составов и материалов	0.051	0.000	-0.006	0.575
Строительство	0.109	0.269	-0.013	0.544
Тепло и электроэнергетика	-0.045	0.049*	0.018*	0.093
Торговля	-0.563***	-0.095	0.447***	0.000
Услуги	-0.121	-0.028	0.081**	0.038
Вся выборка	-0.145***	-0.012	0.013***	0.002

Таблица 16 Результат оценивания регрессии с RDR в качестве регрессанда (продолжение).  
\*, \*\*, \*\*\* – модель/переменная значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.  
Источник: разработано автором.

В первую очередь, стоит отметить, что модель, оцененная по всей выборке, значима (на уровне значимости 0,01) и при этом значима бинарная переменная PRIVATE (на уровне значимости 0,1), коэффициент перед ней меньше нуля. Интерпретация этого факта следующая: *в среднем при прочих равных частные компании демонстрируют более низкие уровни общего манипулирования прибылью по сравнению с публичными* (это вновь согласуется с гипотезой «оппортунистического поведения» менеджеров публичных компаний). Таким образом, гипотеза 3 также отвергается в пользу противоположной.

Также оценивание данной модели выявляет значимость роста, как одного из факторов, связанных с уровнем манипулирования прибылью: отрицательный коэффициент при значимой переменной при оценивании модели как по всей выборке, так и отраслевым выборкам (в отраслях добычи и переработки полезных ископаемых, а также в отрасли услуг) сигнализирует о наличии обратной взаимосвязи<sup>1</sup> между темпами роста выручки компании и уровнем ее манипулирования. Чем быстрее растет компания, тем меньше ей необходимо манипулирование прибылью: на начальных этапах становления компании менеджмент занят другими задачами, к тому же все еще силен прямой контроль собственников. В более развитых компаниях высокие темпы роста выручки практически гарантированно оборачиваются для менеджера бонусами, нивелируя путем удовлетворения его главный стимул – стремление к получению вознаграждения. Помимо этого, подтвердилась также значимость показателя доли запасов в общих активах.

<sup>1</sup> Такая взаимосвязь действительно была зафиксирована исследователями (см. [Hope et al., 2013, с. 1730; Burgstahler et al., 2006, с. 1003]).

## 2.5. Дополнительные тесты. Ограничения исследования

### 2.5.1. Проверка функциональной формы.

#### Проверка на мультиколлинеарность

Несмотря на то, что в литературе традиционно используются только линейные формы моделей вида (13), в рамках данного исследования был использован тест Рамсея (Ramsay), который позволяет протестировать адекватность функциональной формы модели. Для всех четырех моделей (14)-(17), построенных на всей выборке был проведен вышеупомянутый тест Рамсея. Нулевой гипотезой в тесте Рамсея является предположение о том, что функциональная форма модели выбрана верно. Если нулевая гипотеза отвергается, значит, модель специфицирована неверно. В Таблица 17 приведены Р-значения для каждого из четырех проведенных тестов. Все четыре теста на уровне значимости 0,05 показывают, что спецификация моделей вида (14)-(17) выбрана верно: принимается основная гипотеза.

Модель (по регрессанду)	P-value
<i>RA</i>	0.071
<i>RPX</i>	0.133
<i>RDX</i>	0.398
<i>RDR</i>	0.634

Таблица 17 Результаты теста Рамсея для четырех моделей (14)-(17).

Источник: разработано автором.

Аналогично, несмотря на широкое совместное применение факторов моделей (14)-(17), для факторов были оценены значения VIF, результаты оценивания представлены в Таблица 18. Очевидно, проблема мультиколлинеарности в данном случае отсутствует, так как значения всех VIF существенно меньше порогового значения 4.

Фактор	Значение
<i>LNA</i>	1.12
<i>ROA</i>	1.12
<i>GROWTH</i>	1.05
<i>INV</i>	1.16
<i>LEV</i>	1.15

Таблица 18 Значения VIF для факторов моделей (14)-(17).

Источник: разработано автором.

Для уменьшения негативных эффектов гетероскедастичности, ухудшающих качество итоговых моделей, они также были переоценены с применением робастным

стандартных ошибок, однако ни на результаты исследования, ни на значимость факторов изменений не претерпели (подробные таблицы см. в приложении 2).

#### 2.5.2. Ограничения исследования

Данное исследование имеет несколько ограничений. В первую очередь, его результаты не могут распространены на малые предприятия, так как выборка предполагала ценз по активам и выручке для достижения большей однородности.

Кроме того, модель прогнозирования начислений, на основе которой осуществлялось измерение вовлечения в учетное манипулирование, была несколько упрощена для использования в условиях дефицита данных. В отличие от западных аналогов, российские стандарты бухгалтерского учета позволяют компаниям не раскрывать информацию об амортизационных начислениях, поэтому из формулы расчеты начислений была удалена амортизация. Этот факт существенен для эффективности модели, так как существует достаточно большой класс учетных инструментов манипулирования прибылью, фокусирующихся именно на амортизационных отчислениях и воздействии на них. Несмотря на то, что модели оказались в основном значимыми, можно предположить, что их объясняющая сила и, соответственно, точность в выявлении учетного манипулирования могла быть большей при включении в расчеты амортизации.

Третьим ограничением исследования является относительно малый объем выборки: Из-за ограниченного примерно на уровне 250 компаний числа публичных компаний, существовавших в России на протяжении 2014-2018 годов, объем выборки получился достаточно скромным. Для получения надежных моделей и оценок отрасли были объединены в крупные «сверхотрасли», что могло повлиять на актуальность и эффективность полученных результатов для отдельных отраслей в рамках «сверхотраслей».

#### 2.6. Выводы по главе

Для включения в выборку были отобраны в приблизительно равном количестве 535 российских публичных и непубличных компаний. Основным критерием отбора стал достаточный размер: ценз был установлен как по общим активам, так и по выручке. Выборка состояла исключительно из компаний реального сектора. После очистки от выбросов основные параметры (объем активов, экономическая эффективность и т. п.) подвыборок частных и публичных компаний были практически аналогичны, что позволяло использовать обе подвыборки совместно.

Исследование осуществлялось в два этапа: на первом этапе по отраслям и годам оценивались прогнозные модели для трех видов манипулирования: учетного, неучетного и

общего. Затем остатки этих моделей интерпретировались как количественные показатели манипулирования прибылью. После этого оценивались регрессии, содержащие вышеупомянутые показатели манипулирования в качестве регрессандов, в качестве регрессоров выступали бинарная переменная, фиксирующая принадлежность компании к частным или публичным, а также несколько контрольных переменных.

По результатам все три гипотезы исследования были отвергнуты: был сделан вывод о том, что нет существенных различий в манипулировании между непубличными и публичными компаниями в учетном и неучетном манипулировании, однако при уровне значимости 0,1 фиксировались различия в общих уровнях манипулирования, измеренных с помощью модели дискреционной выручки. Различия свидетельствуют о справедливости гипотезы «оппортунистического поведения»: в среднем при прочих равных непубличные компании манипулируют меньше. Причиной этого феномена может быть очень высокая концентрация собственности в непубличных российских компаниях в руках частных лиц (а не организаций), которая по сути сводит на нет практически все стимулы менеджмента к манипулированию, так как «сильный» собственник (группа собственников) имеет почти неограниченный доступ к внутренней информации компании, а потому потенциальные издержки разоблачения манипулирования чрезвычайно высоки. Такие результаты характерны для развивающихся экономик в связи с меньшими расхождениями в стимулах между публичными и частными компаниями (см., например, [Coelho et al., 2017, с. 78]).

Кроме того, при уровне значимости 0,05 также фиксировалось меньшее манипулирование производственными издержками частных компаний в отраслях производства составов и материалов, торговой отрасли и отрасли услуг. Вероятно, легкость воздействия на запасы, простимулированная отчасти быстрой оборачиваемостью (в первых двух случаях), а отчасти непрозрачной процедурой расчета себестоимости (в сфере услуг), создает для менеджеров публичных компаний в данных отраслях дополнительную мотивацию к манипулированию. Наконец, в металлургической отрасли фиксируется меньшее использование дискреционных издержек как способа манипулирования прибылью среди частных компаний.

Помимо этого, исследование в разных моделях показало эффективность всех примененных контрольных переменных: на основании полученных результатов фиксировалась взаимосвязь всех контрольных переменных с уровнями манипулирования прибылью, измеренных различными способами.

Для дополнительной проверки надежности сделанных выводов итоговые модели были протестированы на правильность спецификации, мультиколлинеарность, а также

переоценены с использованием робастных оценок для устранения влияния гетероскедастичности.

Данное исследование также имеет ряд ограничений, вызванных особенностями выборки, российскими стандартами бухгалтерского учета, а также общим уровнем развития института публичных компаний в России.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Сегодня самые устойчивые, успешные и эффективные компании – публичные. Однако не менее важную роль продолжают играть и непубличные, частные компании. Среди них есть достаточное количество крупных игроков – настолько крупных, что процесс отделения собственности от управления в них зашел уже достаточно далеко, создавая и в них мощные стимулы для манипулирования прибылью. Целью данной работы было проведение эмпирического сравнения уровней манипулирования в публичных и непубличных компаниях на российских данных.

Вопреки ожиданиям доминирования гипотезы «спроса», основанных на выводах предыдущих исследований проблемы и различиях в требованиях к отчетности, результаты исследования показывают, что статистически значимых различий в уровнях манипулирования при применении отдельных инструментов для измерения учетного и неучетного манипулирования нет. Более того, при использовании более общего инструмента, не нацеленного на конкретный метод манипулирования, выявляется бóльшая склонность публичных компаний к манипулированию, что противоречит выдвинутой гипотезе (гипотезе «спроса») и одновременно свидетельствует в пользу противоположной гипотезы – «оппортунистического поведения». При использовании различных инструментов измерения манипулирования подобная тенденция видна и в отраслях производства различных материалов (в том числе металла), а также в отрасли услуг и торговли. Однако подобная ситуация является скорее результатом аномально низких стимулов менеджеров непубличных компаний, нежели результатом усиления стимулов менеджеров публичных компаний, вызванного ожиданиями фондового рынка и аналитиков: высокая концентрация долей частных российских компаний в руках весьма ограниченного круга лиц (чаще всего физических). Это ведет к практически неограниченному доступу собственников к внутренней информации и, соответственно, усилению контроля за действиями менеджеров, что, в свою очередь, снижает их мотивацию к манипулированию прибылью из-за чрезвычайно высоких рисков разоблачения.

Побочным результатом данного исследования также стало подтверждение наличия обратной взаимосвязи размера компании, ее эффективности, скорости роста, финансового левериджа и доли запасов в активах с уровнем ее вовлечения в манипулирование, постулировавшейся предыдущими исследованиями манипулирования прибылью.

Выводы, полученные в качестве результатов данного исследования, могут быть полезны, в первую очередь, внешним пользователям финансовой информации компании: крупным индивидуальным и институциональным инвесторам, финансовым регуляторам, а также собственникам и членам Советов директоров как публичных, так и частных

компаний. Как упоминалось, инвесторы (чаще всего индивидуальные) зачастую чересчур полагаются на простые финансовые метрики, такие как выручка и прибыль, в том числе для сравнения потенциальных выгод от инвестирования в тот или иной проект. Результаты же данного исследования показывают, что не всегда публичные и частные российские проекты могут сравниваться исходя из данных показателей: сравнительный анализ возможностей инвестирования не должен полагаться только на них. Для регуляторов же актуальность заключается в сосредоточении усилий на контроле действий публичных компаний, которые, как показало исследование, в российской экономике более склонны к манипулированию. Наконец, собственники и их представители в Совете директоров на основе представленных выводов смогут принимать более точные и эффективные решения о способах мотивации топ-менеджмента (например, об изменении схемы вознаграждения команды топ-менеджмента при выходе на IPO в связи с изменением стимулов менеджеров к манипулированию).

Исследование имеет несколько ограничений. Во-первых, его результаты не могут быть обобщены на все компании, так как размер компании был ограничен на достаточно высоком уровне как по активам, так и по выручке. Во-вторых, по причине небольшого количества существующих российских публичных компаний, объем использованной выборки был относительно невелик. Для получения более надежных результатов компании были объединены в крупные «сверхотрасли», что не позволяет распространить выводы для отдельных отраслей. Наконец, модель измерения учетного манипулирования, использованная в данной работе, была упрощена в связи с ограниченной доступностью данных, что также могло негативно повлиять на качество измерения, поэтому открытым для исследователей остается вопрос о более эффективном измерении уровня учетного манипулирования в российских компаниях.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. «Красное и белое», «Дикси» и «Бристоль» завершили слияние [Электронный ресурс] // Ведомости. — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2019/09/18/811479-sliyanie> (дата обращения: 19.04.2020).
2. База данных СПАРК [Электронный ресурс] // Международная информационная группа ИНТЕРФАКС. — Режим доступа: <http://www.spark-interfax.ru/> (дата обращения: 11.03.2020).
3. Волков Д. Л. Управление прибылью в деятельности компании: теоретические подходы и эмпирические исследования / Д. Л. Волков, Е. Д. Никулин // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия Менеджмент. — 2013. — Вып. 3. — С. 3–22.
4. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран. — 5-е изд. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. — 1340 с.
5. Кузнецова, Е. Вознаграждение руководителей высшего звена на примере компаний Восточной Европы (опыт эмпирического исследования на данных Bloomberg) [Электронный ресурс] / Е. Кузнецова — НИУ ВШЭ, 2007. — Режим доступа: <https://www.hse.ru/data/618/618/1234/19.06.07-Kuznecova.pdf> (дата обращения: 30.04.2020).
6. Леванова, Л. Н. Особенности мотивации руководителей высшего звена в России / Л. Н. Леванова // Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия Экономика. Управление. Право — 2017. — Т. 17, № 1. — С. 50–55.
7. Лукьянова, А. Е. Прогнозирование уровня манипулирования прибылью компании / А. Е. Лукьянова, Е. Д. Никулин, А. А. Зинченко // Вестник СПбГУ. Серия 8. Менеджмент. — 2016. — № 2. — С. 35–61.
8. Миноритарии ТГК-2 подали иск о кандидатах на выборах совета директоров [Электронный ресурс] // РАПСИ. — Режим доступа: [http://rapsinews.ru/judicial\\_news/20120404/262692500.html](http://rapsinews.ru/judicial_news/20120404/262692500.html) (дата обращения: 23.04.2020).
9. Миноритарии ТГК-2 требуют 13 млрд рублей [Электронный ресурс] // Коммерсант. — Режим доступа: <https://www.kommersant.ru/doc/1040090> (дата обращения: 23.04.2020).
10. Никулин, Е. Д. Манипулирование прибылью российскими компаниями при первичном размещении акций / Е. Д. Никулин, А. А. Свиридов // Финансы: теория и практика. — 2019. — Т. 23, № 1. — С. 147–164.



11. Сардарова, Б. М. Манипулирование финансовой отчетностью — схемы и симптомы, способы выявления / Б. М. Сардарова // ЭТАП: экономическая теория, анализ, практика. — 2009. — № 1. — С. 142–156.
12. Семененко, В. А. Германская и англосаксонская финансовые модели в мире и в России / В. А. Семененко // Вестник экономики, права и социологии. — 2008. — № 2. — С. 64–70.
13. Abernathy, J. Examination of the Tradeoff Between Accruals-based Earnings Management and Classification Shifting / J. Abernathy, B. Beyer, E. Rapley // Kennesaw State University. Faculty Publications. — 2014. — Paper 3675. — P. 1–42.
14. Accounting: The Language of Business / S. Davidson et al. // The Accounting Review. — 1976. — Vol. 51, N. 4. — P. 940–942.
15. Ball, R. Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness / R. Ball, L. Shivakumar // Journal of Accounting and Economics. — 2005. — N. 39. — P. 83–128.
16. Beatty, A. The Effects of Taxes, Agency Costs and Information Asymmetry on Earnings Management: A Comparison of Public and Private Firms / A. Beatty, D. G. Harris // Review of Accounting Studies. — 1998. — N. 3. — P. 299–326.
17. Beatty, A. L. Earnings Management to Avoid Earnings Declines across Publicly and Privately Held Banks / A. L. Beatty, B. Ke, K. R. Petroni // The Accounting Review. — 2002. — Vol. 77, N. 3. — P. 547–570.
18. Benefits of Downward Earnings Management and Political Connection: Evidence from Government Subsidy and Market Pricing / H. Jiang et al. // The International Journal of Accounting. — 2018. — Vol. 53, N. 4. — P. 255–273.
19. Bergstresser, D. CEO Incentives and Earnings Management / D. Bergstresser, T. Philippon // Harvard Business School Working Paper. — 2005. — Paper 640585. — P. 1–29.
20. Brown, L. D. Managerial Behavior and the Bias in Analysts' Earnings Forecasts / L. D. Brown // Department of Accounting. Temple University. — 1998. — P. 1–43.
21. Burgstahler, D. C. The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms / D. C. Burgstahler, L. Hail, C. Leuz // The Accounting Review. — 2006. — Vol. 81, N. 5. — P. 983–1016.
22. Burgstahler, D. Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses / D. Burgstahler, I. Dichev // Journal of Accounting and Economics. — 1997. — Vol. 24. — P. 99–126.

23. Chan, D. K. Earnings Management, Incentive Contracts and Private Information Acquisition / D. K. Chan, J. J. Gao // *Journal of Accounting and Public Policy*. — 2014. — Vol. 33, N. 6. — P. 529–550.
24. Christie, A. Aggregation of Test Statistics: An Evaluation of the Evidence on Contracting and Size Hypotheses / A. Christie // *Journal of Accounting and Economics*. — 1990. — Vol. 12, N. 1–3. — P. 15–36.
25. Coelho, A. C. / Determinants of Asymmetric Loss Recognition Timeliness in Public and Private Firms in Brazil / A. C. Coelho, F. C. Galdi, A. B. Lopes // *Emerging Markets Review*. — 2017. — N. 31. — P. 65–79.
26. Cohen, D. Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods / D. Cohen, A. Dey, T. Lys // *The Accounting Review*. — 2008. — Vol. 83, N. 3. — P. 757–787.
27. Cook, K. A. Managing Earnings by Manipulating Inventory: The Effects of Cost Structure and Valuation Method [Электронный ресурс] / K. A. Cook, G. R. Huston, M. R. Kinney // *Social Science Research Network*. — 2012. — Режим доступа: <https://ssrn.com/abstract=997437> (дата обращения: 27.04.2020).
28. Cormier, D. The Contractual and Value Relevance of Reported Earnings in a Dividend-focused Environment / D. Cormier, M. Magnan, B. Morard // *European Accounting Review*. — 2000. — Vol. 9, N. 3. — P. 387–417.
29. Dechow, P. M. Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators / P. M. Dechow, D. J. Skinner // *Accounting Horizons*. — 2000. — Vol. 14, N. 2 — P. 235–25.
30. DeFond, M. L. Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals / M. L. DeFond, J. Jambalvo // *Journal of Accounting and Economics*. — 1994. — Vol. 17. — P. 145–176.
31. Degeorge, F. Earnings Management to Exceed Thresholds / F. Degeorge, J. Patel, R. Zeckhauser // *Journal of Business*. — 1999. — Vol. 72, N. 1. — P. 1–33.
32. Earnings Management Surrounding Seasoned Bond Offerings: Do Managers Mislead Ratings Agencies and the Bond Market? / G. L. Caton et al. // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. — 2011. — Vol. 46, N. 3. — P. 687–708.
33. Earnings Management to Avoid Losses and Earnings Declines in Croatia / S. Degiannakis et al. // *Computational Economics and Econometrics*. — 2019. — Vol. 9, N. 3. — P. 219–238.
34. Embong, Z. Analyst Forecast Accuracy and Earnings Management / Z. Embong, L. Hosseini // *Asian Journal of Accounting & Governance*. — 2018. — Vol. 10. — P. 97–108.

35. Employee Stock Options, EPS Dilution, and Stock Repurchases / D. A. Bens et al. // *Journal of Accounting and Economics*. — 2003. — Vol. 36. — P. 51–90.
36. Ewert, R. Earnings Management, Conservatism, and Earnings Quality / R. Ewert, A. Wagenhofer // *Foundations and Trends in Accounting*. — 2012. — Vol. 6, N. 2. — P. 65–186.
37. Givoly, D. Does Public Ownership of Equity Improve Earnings Quality? / D. Givoly, C. K. Hayn, S. P. Katz // *The Accounting Review*. — 2010. — Vol. 85, N. 1. — P. 195–225.
38. Godfrey, J. M. Earnings and Impression Management in Financial Reports: The Case of CEO Changes / J. M. Godfrey, P. R. Mather, A. L. Ramsay // *Abacus*. — 2003. — Vol. 39, N. 1. — P. 95–123.
39. Habib, A. Target Shooting: Review of Earnings Management Around Earnings Benchmarks / A. Habib, J. C. Hansen // *Journal of Accounting Literature*. — 2008. — Vol. 27. — P. 25–70.
40. Hanlon, M. A Review of Tax Research [Электронный ресурс] / M. Hanlon, S. Heitzman // *Social Science Research Network*. — 2010. — Режим доступа: <https://ssrn.com/abstract=1476561> (дата обращения: 23.04.2020).
41. Hansen, J. C. Additional Evidence on Discretionary Accrual Levels of Benchmark Beaters [Электронный ресурс] / J. C. Hansen // *ResearchGate*. — 2011. — Режим доступа: [https://www.researchgate.net/publication/266491013\\_Additional\\_Evidence\\_on\\_Discretionary\\_Accrual\\_Levels\\_of\\_Benchmark\\_Beaters](https://www.researchgate.net/publication/266491013_Additional_Evidence_on_Discretionary_Accrual_Levels_of_Benchmark_Beaters) (дата обращения: 23.04.2020).
42. Healy, P. M. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting / P. M. Healy, J. M. Wahlen // *Accounting Horizons*. — 1999. — Vol. 13, N. 4. — P. 365–383.
43. Herrmann, D. The Sale of Assets to Manage Earnings in Japan / D. Herrmann, T. Inoue, W. B. Thomas // *Journal of Accounting Research*. — 2003. — Vol. 41, N. 1. — P. 89–108.
44. Hope, O.-K. Financial Reporting Quality of U.S. Private and Public Firms / O.-K. Hope, W. B. Thomas, D. Vyas // *The Accounting Review*. — 2013. — Vol. 88, N. 5. — P. 1715–1742.
45. Hsu, P.-H. Fair Value Accounting and Earnings Management / P.-H. Hsu, Y. (R.) Lin // *Eurasian Journal of Business and Management*. — 2016. — Vol. 4, N. 2. — P. 41–54.
46. Hu, F. Asset Revaluations and Earnings Management: Evidence from Australian Companies / F. Hu., M. Percy, D. Yao // *Corporate Ownership & Control*. — 2015. — Vol. 13, N. 1. — P. 1287–1296.
47. Is the Squeaky Wheel Getting the Grease? Earnings Management and Government Subsidies / Y. Zhao et al. // *International Review of Economics & Finance*. — 2019. — Vol. 63, N. C. — P. 297–312.

48. Jha, A. Earnings Management around Debt-Covenant Violations: An Empirical Investigation Using a Large Sample of Quarterly Data / A. Jha // *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. — 2013. — Vol. 28, N. 4. — P. 369–396.
49. Johnston, D. Earnings Management to Minimize Superfund Clean-up and Transaction Costs / D. Johnston, S. Rock // *Contemporary Accounting Research*. — 2005. — Vol. 22, N. 3. — P. 617–642.
50. Jones, J. J. Earnings Management During Import Relief Investigations / J. J. Jones // *Journal of Accounting Research*. — 1991. — Vol. 29, N. 2. — P. 193–228.
51. Leuz, C. Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison / C. Leuz, D. Nanda, P. D. Wysocki // *Journal of Financial Economics*. — 2003. — N. 69. — P. 505–527.
52. Market Consequences of Earnings Management in Response to Security Regulations in China / I.-M. Haw et al. // *Contemporary Accounting Research*. — 2005. — Vol. 22, N. 1. — P. 95–140.
53. McVay, S. E. Earnings Management Using Classification Shifting: An Examination of Core Earnings and Special Items / S. E. McVay // *The Accounting Review*. — 2006. — Vol. 81, N. 3. — P. 501–531.
54. Miko, N. U. Detecting earnings management: comparative analysis of models in Nigeria / N. U. Miko, H. Kanardin // *Journal of Accounting Frontier*. — 2014. — Vol. 16, N. 2. — P. 68–76.
55. Reitenga, A. L. Mandatory CEO Retirements, Discretionary Accruals, and Corporate Governance Mechanisms / A. L. Reitenga, M. G. Tearney // *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. — 2003. — Vol. 18, N. 2. — P. 255–280.
56. Roychowdhury, S. Earnings Management through Real Activities Manipulation / S. Roychowdhury // *Journal of Accounting and Economics*. — 2006. — Vol. 42. — P. 335–370.
57. Schipper, K. Commentary on Earnings Management / K. Schipper // *Accounting Horizons*. — 1989. — Vol. 3, N. 4. — P. 91–102.
58. Seasoned Equity Offerings Earnings Management and Secondary Share Issuance / B. Cotton et al. // *The Southern Business and Economic Journal*. — 2017. — Vol. 40, N. 1. — P. 61–85.
59. Stubben, S. R. Discretionary Revenues as a Measure of Earnings Management / S. R. Stubben // *The Accounting Review*. — 2010. — Vol. 85, N. 2. — P. 695–717.

60. Teoh, S. Earnings Management and the Long-run Market Performance of Initial Public Offerings / S. Teoh, I. Welch, T. Wong // The Journal of Finance. — 1998. — Vol. 53, N. 6. — P. 1935–1974.
61. Verbruggen, S. Earnings management: a literature review / S. Verbruggen, J. Christaens, K. Milis // Journal of Accounting Literature. — 2008. — Vol. 26. — P. 1–27.
62. Zang, A. Y. Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management / A. Y. Zang // The Accounting Review. — 2008. — Vol. 87, N. 2. — P. 675–703.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### Приложение 1. Список компаний выборки

№	Наименование компании (данные СПАРК)	Отрасль
1	АББ, ООО	Машино- и приборостроение
2	АВТОДИЗЕЛЬ (ЯМЗ), ПАО	Машино- и приборостроение
3	АВТОЗАВОД ГАЗ, ООО	Машино- и приборостроение
4	АЛТАЙВАГОН, АО	Машино- и приборостроение
5	АСЗ, ПАО	Машино- и приборостроение
6	АЭМ-ТЕХНОЛОГИИ, АО	Машино- и приборостроение
7	ВСЗ, ПАО	Машино- и приборостроение
8	ГАЗ, ПАО	Машино- и приборостроение
9	ГАЗПРОМ АВТОМАТИЗАЦИЯ, ПАО	Машино- и приборостроение
10	ДМЗ, ОАО	Машино- и приборостроение
11	ЖЕЛДОРРЕММАШ, АО	Машино- и приборостроение
12	ЗАВОД КРАСНОЕ СОРМОВО, ПАО	Машино- и приборостроение
13	ЗИО-ПОДОЛЬСК, ПАО	Машино- и приборостроение
14	ИЛ, ПАО	Машино- и приборостроение
15	КАЗАНСКИЙ ВЕРТОЛЕТНЫЙ ЗАВОД, ПАО	Машино- и приборостроение
16	КАЗАНЬКОМПРЕССОРМАШ, ОАО	Машино- и приборостроение
17	КАМАЗ, ПАО	Машино- и приборостроение
18	КЗ РОСТСЕЛЬМАШ, ООО	Машино- и приборостроение
19	КОМПАНИЯ СУХОЙ, ПАО	Машино- и приборостроение
20	КОРПОРАЦИЯ ИРКУТ, ПАО	Машино- и приборостроение
21	КРАСНОЕ ЗНАМЯ, ПАО ЗАВОД	Машино- и приборостроение
22	КРАСНЫЙ ОКТЯБРЬ, СПБ ОАО	Машино- и приборостроение
23	КУРГАНМАШЗАВОД, ПАО	Машино- и приборостроение
24	ЛГ ЭЛЕКТРОНИКС РУС, ООО	Машино- и приборостроение
25	ЛОКОТЕХ-СЕРВИС, ООО	Машино- и приборостроение
26	МЕТРОВАГОНМАШ, АО	Машино- и приборостроение
27	ММП ИМЕНИ В.В. ЧЕРНЫШЕВА, АО	Машино- и приборостроение
28	НАУЧНО-ПРОИЗВОДСТВЕННАЯ КОРПОРАЦИЯ УРАЛВАГОНЗАВОД, АО	Машино- и приборостроение
29	НЕФАЗ, ПАО	Машино- и приборостроение
30	НИТЕЛ, ПАО	Машино- и приборостроение
31	НПО АЛМАЗ, ПАО	Машино- и приборостроение
32	ОАК, ПАО	Машино- и приборостроение
33	ОДК, АО	Машино- и приборостроение
34	ОДК-САТУРН, ПАО	Машино- и приборостроение
35	ОДК-УМПО, ПАО	Машино- и приборостроение
36	ОМЗ, ПАО	Машино- и приборостроение
37	ОСК, АО	Машино- и приборостроение
38	ОЭВРЗ, ОАО	Машино- и приборостроение
39	ПЕЛЛА, ОАО	Машино- и приборостроение
40	ПИТЕРФОРМ, ООО	Машино- и приборостроение

№	Наименование компании (данные СПАРК)	Отрасль
41	ПО СЕВМАШ, АО	Машино- и приборостроение
42	ПРОГРЕСС, ПАО ААК	Машино- и приборостроение
43	ПСЗ ЯНТАРЬ, АО	Машино- и приборостроение
44	РЕНО РОССИЯ, ЗАО	Машино- и приборостроение
45	РКК ЭНЕРГИЯ, ПАО	Машино- и приборостроение
46	РОСТВЕРТОЛ, ПАО	Машино- и приборостроение
47	РПКБ, АО	Машино- и приборостроение
48	РЭПХ, АО	Машино- и приборостроение
49	СЕВЕРНАЯ ВЕРФЬ, ПАО СЗ	Машино- и приборостроение
50	СИЛОВЫЕ МАШИНЫ, ПАО	Машино- и приборостроение
51	ТАНТК ИМ. Г.М. БЕРИЕВА, ПАО	Машино- и приборостроение
52	ТВЗ, ОАО	Машино- и приборостроение
53	ТВСЗ, АО	Машино- и приборостроение
54	ТУПОЛЕВ, ПАО	Машино- и приборостроение
55	УАЗ, ООО	Машино- и приборостроение
56	УРАЛМАШЗАВОД, ПАО	Машино- и приборостроение
57	У-УАЗ, АО	Машино- и приборостроение
58	ФС ЕЛАБУГА, ООО	Машино- и приборостроение
59	ХММР, ООО	Машино- и приборостроение
60	ЦС ЗВЕЗДОЧКА, АО	Машино- и приборостроение
61	ЧКПЗ, ПАО	Машино- и приборостроение
62	ЮНГХАЙНРИХ ПОДЪЕМНО-ПОГРУЗОЧНАЯ ТЕХНИКА ООО	Машино- и приборостроение
63	АШИНСКИЙ МЕТЗАВОД, ПАО	Металлы и металлообработка
64	ВТОРРЕСУРС-ПЕРЕРАБОТКА, ООО	Металлы и металлообработка
65	ВТОРЧЕРМЕТ НЛМК, ООО	Металлы и металлообработка
66	ВЫСОЧАЙШИЙ, ПАО	Металлы и металлообработка
67	ГМК НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ, ПАО	Металлы и металлообработка
68	ЕВРАЗ ЗСМК, АО	Металлы и металлообработка
69	ЕВРАЗ НТМК, АО	Металлы и металлообработка
70	ИЖСТАЛЬ, ПАО	Металлы и металлообработка
71	КЗОЦМ, ОАО	Металлы и металлообработка
72	КМЗ, ПАО	Металлы и металлообработка
73	КМЭЗ, АО	Металлы и металлообработка
74	КОЛЬСКАЯ ГМК, АО	Металлы и металлообработка
75	КОРПОРАЦИЯ ВСМПО-АВИСМА, ПАО	Металлы и металлообработка
76	КРАСЦВЕТМЕТ, ОАО	Металлы и металлообработка
77	КУЗОЦМ, ОАО	Металлы и металлообработка
78	КУМЗ, ОАО	Металлы и металлообработка
79	ММК, ПАО	Металлы и металлообработка
80	ММК-ЛМЗ, ООО	Металлы и металлообработка
81	ММК-МЕТИЗ, ОАО	Металлы и металлообработка
82	МЮЗ, ОАО	Металлы и металлообработка

№	Наименование компании (данные СПАРК)	Отрасль
83	НАДЕЖДИНСКИЙ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ ЗАВОД, ПАО	Металлы и металлообработка
84	НЛМК, ПАО	Металлы и металлообработка
85	НЛМК-КАЛУГА, ООО	Металлы и металлообработка
86	ПСКОВВТОРМЕТ, ОАО	Металлы и металлообработка
87	РОССКАТ, АО	Металлы и металлообработка
88	РУСАЛ БРАТСК, ПАО	Металлы и металлообработка
89	РУСАЛ САЯНОГОРСК, АО	Металлы и металлообработка
90	РУСАЛ УРАЛ, АО	Металлы и металлообработка
91	РУСПОЛИМЕТ, ПАО	Металлы и металлообработка
92	СЕВЕРСТАЛЬ, ПАО	Металлы и металлообработка
93	СЕВЕРСТАЛЬ-МЕТИЗ, ОАО	Металлы и металлообработка
94	СЗФ, АО	Металлы и металлообработка
95	СОВРУДНИК, ООО	Металлы и металлообработка
96	СТРОЙСЕРВИС, АО	Металлы и металлообработка
97	СУМЗ, ОАО СРЕДНЕУРАЛЬСКИЙ МЕДЕПЛАВИЛЬНЫЙ ЗАВОД, ОАО	Металлы и металлообработка
98	СУСУМАНЗОЛОТО, ПАО	Металлы и металлообработка
99	ТМК, ПАО	Металлы и металлообработка
100	ТОРГОВЫЙ ДОМ ММК, ООО	Металлы и металлообработка
101	ТУЛАЧЕРМЕТ, ПАО	Металлы и металлообработка
102	УРАЛКУЗ, ПАО	Металлы и металлообработка
103	УРАЛЬСКАЯ СТАЛЬ, АО	Металлы и металлообработка
104	УРАЛЭЛЕКТРОМЕДЬ, АО	Металлы и металлообработка
105	ЧМК, ПАО	Металлы и металлообработка
106	ЧЦЗ, ПАО	Металлы и металлообработка
107	ЧЭМК, АО	Металлы и металлообработка
108	ЭЛТЕЗА, ОАО	Металлы и металлообработка
109	АК ВНЗМ, ПАО	Строительство
110	АСЭ, АО	Строительство
111	АСЭ, АО ИК	Строительство
112	БРЯНСКАГРОСТРОЙ, ООО	Строительство
113	БСП, ОАО	Строительство
114	ВАД, АО	Строительство
115	ВЕЛЕССТРОЙ, ООО	Строительство
116	ГЛАВСТРОЙ-СПБ СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫЙ ЗАСТРОЙЩИК, ООО	Строительство
117	ГРУППА КОМПАНИЙ ПИК, ПАО	Строительство
118	ГУОВ, АО	Строительство
119	ДСК АВТОБАН, АО	Строительство
120	ДСК, ООО	Строительство
121	ИНТЕКО, АО	Строительство
122	КОНЦЕРН ТИТАН-2, АО	Строительство
123	ЛСР. НЕДВИЖИМОСТЬ-М, АО	Строительство
124	МОНАРХ, ООО	Строительство



№	Наименование компании (данные СПАРК)	Отрасль
125	МОСИНЖПРОЕКТ, АО	Строительство
126	МОСПРОМСТРОЙ, ПАО	Строительство
127	МОСТОТРЕСТ, ПАО	Строительство
128	НОВОСИБИРСКАВТОДОР, ОАО	Строительство
129	ПИК-ИНДУСТРИЯ, АО	Строительство
130	СТРОЙГАЗКОНСАЛТИНГ, ООО	Строительство
131	СТРОЙГАЗМОНТАЖ, ООО СГМ, ООО	Строительство
132	СТРОЙТРАНСГАЗ, АО СТГ, АО	Строительство
133	СУ №2, ОАО	Строительство
134	ХМДС, ОАО	Строительство
135	АВТОДОМ, АО	Торговля
136	АГРОАСПЕКТ, ООО	Торговля
137	АГРОТОРГ, ООО	Торговля
138	АТАК, ООО	Торговля
139	АТОМРЕДМЕТЗОЛОТО, АО	Торговля
140	БМВ РУСЛАНД ТРЕЙДИНГ, ООО	Торговля
141	ДЕТСКИЙ МИР, ПАО	Торговля
142	ИЛЬ ДЕ БОТЭ, АО	Торговля
143	КАРИ, ООО	Торговля
144	КДВ ГРУПП, ООО	Торговля
145	КМР И СНГ, ООО	Торговля
146	КОМПАНИЯ СИМ-АВТО, ООО	Торговля
147	КОНТИНЕНТАЛ ТАЙРС РУС, ООО	Торговля
148	КОРПОРАЦИЯ ГРИНН, АО	Торговля
149	КРОК ИНКОРПОРЕЙТЕД, ЗАО	Торговля
150	КУРС ГРУП ДИСТРИБЬЮШН, ООО	Торговля
151	ЛЕНТА, ООО	Торговля
152	ЛЕРУА МЕРЛЕН ВОСТОК, ООО	Торговля
153	М ФЭШН, ООО	Торговля
154	МВМ, ООО	Торговля
155	МЕТАЛЛСЕРВИС, АО	Торговля
156	МИР ИНСТРУМЕНТА, ООО	Торговля
157	О КЕЙ, ООО	Торговля
158	О-СИ-ЭС-ЦЕНТР, ООО	Торговля
159	РЕ ТРЭЙДИНГ, ООО	Торговля
160	РИГЛА, ООО	Торговля
161	РОЛЬФ, ООО	Торговля
162	РУССБЛАНКОИЗДАТ, ООО	Торговля
163	СК ТРЕЙД, ООО	Торговля
164	СЛАДКАЯ ЖИЗНЬ Н.Н., ООО	Торговля
165	СП БИЗНЕС КАР, ООО	Торговля
166	СУЭК, АО	Торговля
167	ТАНДЕР, АО	Торговля
168	ТАРКЕТТ, АО	Торговля

№	Наименование компании (данные СПАРК)	Отрасль
169	ТД ЦУМ, ОАО	Торговля
170	ТК МЕГАПОЛИС, АО	Торговля
171	ТОРГОВЫЙ ДОМ ДОМИНАНТ, ООО	Торговля
172	ТОРГОВЫЙ ДОМ ПЕРЕКРЕСТОК, АО	Торговля
173	ХЕНДЭ МОТОР СНГ, ООО	Торговля
174	АЛРОСА (ПАО), АК	Добыча и переработка полезных ископаемых
175	АНПЗ ВНК, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
176	АНХК, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
177	АРГОС, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
178	АРКТИКГАЗ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
179	АЧИМГАЗ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
180	БАЙТЕКС, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
181	БАШНЕФТЬ, ПАО АНК	Добыча и переработка полезных ископаемых
182	БЕЛГОРОДНЕФТЕПРОДУКТ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
183	БЕЛКАМНЕФТЬ ИМ. А.А. ВОЛКОВА, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
184	БЕЛКАМНЕФТЬ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
185	БКЕ ШЕЛЬФ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
186	ВАНКОРНЕФТЬ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
187	ВАРЬЕГАННЕФТЕГАЗ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
188	ВАРЬЕГАННЕФТЬ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
189	ГАЗПРОМ БУРЕНИЕ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
190	ГАЗПРОМ ГАЗОРАСПРЕДЕЛЕНИЕ УФА, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
191	ГАЗПРОМ ГАЗОРАСПРЕДЕЛЕНИЕ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
192	ГАЗПРОМ ДОБЫЧА АСТРАХАНЬ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
193	ГАЗПРОМ ДОБЫЧА ОРЕНБУРГ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
194	ГАЗПРОМ МЕЖРЕГИОНГАЗ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
195	ГАЗПРОМ НЕФТЕХИМ САЛАВАТ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
196	ГАЗПРОМ НЕФТЬ ШЕЛЬФ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых

№	Наименование компании (данные СПАРК)	Отрасль
197	ГАЗПРОМ НЕФТЬ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
198	ГАЗПРОМ ПЕРЕРАБОТКА, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
199	ГАЗПРОМ ТРАНСГАЗ КАЗАНЬ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
200	ГАЗПРОМ ТРАНСГАЗ КРАСНОДАР, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
201	ГАЗПРОМ ТРАНСГАЗ МОСКВА, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
202	ГАЗПРОМ ТРАНСГАЗ СУРГУТ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
203	ГАЗПРОМ ФЛОТ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
204	ГАЗПРОМ ЭКСПОРТ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
205	ГАЗПРОМ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
206	ГАЗПРОМНЕФТЬ-ННГ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
207	ГАЗПРОМНЕФТЬ-ОНПЗ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
208	ГАЗПРОМНЕФТЬ-ХАНТОС, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
209	ГАЗПРОМНЕФТЬ-ЦЕНТР, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
210	ГАЗПРОМНЕФТЬ-ЯМАЛ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
211	ГАЙСКИЙ ГОК, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
212	ГЕОТЕК СЕЙСМОРАЗВЕДКА, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
213	ГУБАХИНСКИЙ КОКС, ОАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
214	ЗАРУБЕЖНЕФТЬ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
215	ИНК, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
216	КНПЗ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
217	КОВДОРСКИЙ ГОК, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
218	КОКС, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
219	КОРШУНОВСКИЙ ГОК, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
220	КТК, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
221	КТК-Р, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
222	ЛЕБЕДИНСКИЙ ГОК, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых

№	Наименование компании (данные СПАРК)	Отрасль
223	ЛУКОЙЛ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
224	ЛУКОЙЛ-ВОЛГОГРАДНЕФТЕПЕРЕРАБОТКА, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
225	ЛУКОЙЛ-ЗАПАДНАЯ СИБИРЬ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
226	ЛУКОЙЛ-ИНЖИНИРИНГ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
227	ЛУКОЙЛ-КОМИ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
228	ЛУКОЙЛ-НИЖНЕВОЛЖСКНЕФТЬ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
229	ЛУКОЙЛ-ПЕРМЬ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
230	МАГЭ, ОАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
231	НАК АКИ-ОТЫР, ОАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
232	НГК СЛАВНЕФТЬ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
233	НЕГУСНЕФТЬ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
234	НЕФТЕГАЗИНДУСТРИЯ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
235	НЗНП, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
236	НК НПЗ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
237	НК РОСНЕФТЬ -АЛТАЙНЕФТЕПРОДУКТ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
238	НК РОСНЕФТЬ -КУРГАННЕФТЕПРОДУКТ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
239	НК РОСНЕФТЬ -СМОЛЕНСКНЕФТЕПРОДУКТ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
240	НК РОСНЕФТЬ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
241	НК РОСНЕФТЬ-КУБАНЬНЕФТЕПРОДУКТ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
242	ННК-ХАБАРОВСКИЙ НПЗ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
243	ННК-ХАБАРОВСКНЕФТЕПРОДУКТ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
244	НОВАТЭК, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
245	НОВАТЭК-ЮРХАРОВНЕФТЕГАЗ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
246	НОРТГАЗ, ЗАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
247	НЬЮТЕК СЕРВИСЕЗ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
248	ОЛКОН, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых

№	Наименование компании (данные СПАРК)	Отрасль
249	ОНГГ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
250	ОРЕНБУРГНЕФТЬ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
251	ОРСКНЕФТЕОРГСИНТЕЗ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
252	ОФ РАСПАДСКАЯ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
253	ПТК УГОЛЬ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
254	ПУРГАЗ, ЗАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
255	РАСПАДСКАЯ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
256	РЕГИОН-НЕФТЬ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
257	РИТЭК, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
258	РН ХОЛДИНГ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
259	РН-АЭРО, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
260	РН-БУНКЕР, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
261	РН-БУРЕНИЕ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
262	РН-КОМСОМОЛЬСКИЙ НПЗ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
263	РН-КРАСНОДАРНЕФТЕГАЗ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
264	РН-НЯГАНЬНЕФТЕГАЗ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
265	РН-ПУРНЕФТЕГАЗ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
266	РН-САХАЛИНМОРНЕФТЕГАЗ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
267	РН-СЕВЕРНАЯ НЕФТЬ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
268	РН-ТУАПСИНСКИЙ НПЗ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
269	РН-УВАТНЕФТЕГАЗ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
270	РН-ЮГАНСКНЕФТЕГАЗ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
271	РОСПАН ИНТЕРНЕШНЛ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
272	РУССНЕФТЬ, ПАО НК	Добыча и переработка полезных ископаемых
273	САМОТЛОРНЕФТЕГАЗ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
274	САРАТОВНЕФТЕПРОДУКТ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых

№	Наименование компании (данные СПАРК)	Отрасль
275	САРАТОВСКИЙ НПЗ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
276	САХАЛИНМОРНЕФТЕГАЗ-ШЕЛЬФ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
277	СЕВЕРАЛМАЗ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
278	СИБАНТРАЦИТ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
279	СИБНЕФТЕГАЗ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
280	СИБУР ХОЛДИНГ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
281	СИБУРТЮМЕНЬГАЗ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
282	СК РУСВЬЕТПЕТРО, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
283	СЛАВНЕФТЬ-НИЖНЕВАРТОВСК, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
284	СЛАВНЕФТЬ-ЯНОС, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
285	СЛАВЯНСК ЭКО, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
286	СЛ-ТРЕЙДИНГ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
287	СН-МНГ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
288	СНПЗ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
289	СУРГУТНЕФТЕГАЗ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
290	ТАМАНЬНЕФТЕГАЗ, ЗАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
291	ТАНЕКО, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
292	ТАТНЕФТЕОТДАЧА, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
293	ТАТНЕФТЬ ИМ. В.Д. ШАШИНА, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
294	ТРАНСНЕФТЬ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
295	ТРАНСНЕФТЬ-БАЛТИКА, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
296	ТРАНСНЕФТЬ-ВЕРХНЯЯ ВОЛГА, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
297	ТРАНСНЕФТЬ-ВОСТОК, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
298	ТРАНСНЕФТЬ-ДАЛЬНИЙ ВОСТОК, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
299	ТРАНСНЕФТЬ-ДРУЖБА, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
300	ТРАНСНЕФТЬ-ПОРТ КОЗЬМИНО, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых

№	Наименование компании (данные СПАРК)	Отрасль
301	ТРАНСНЕФТЬ-ПРИВОЛГА, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
302	ТРАНСНЕФТЬ-СЕВЕР, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
303	ТРАНСНЕФТЬ-СИБИРЬ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
304	ТУЛАНЕФТЕПРОДУКТ, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
305	ТЮМЕННЕФТЕГАЗ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
306	УДМУРТНЕФТЬ, ОАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
307	УРАЛАСБЕСТ, ОАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
308	УЧАЛИНСКИЙ ГОК, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
309	ЧЕРНОМОРТРАНСНЕФТЬ, АО	Добыча и переработка полезных ископаемых
310	ШЕЛЛ НЕФТЬ, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
311	ЭНГС, ООО	Добыча и переработка полезных ископаемых
312	ЮЖНЫЙ КУЗБАСС, ПАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
313	ЯМАЛ СПГ, ОАО	Добыча и переработка полезных ископаемых
314	АСТРАХАНСКАЯ ЭНЕРГОСБЫТОВАЯ КОМПАНИЯ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
315	АТОМЭНЕРГОСБЫТ, АО	Тепло и электроэнергетика
316	БГК, ООО	Тепло и электроэнергетика
317	БОГУЧАНСКАЯ ГЭС, ПАО	Тепло и электроэнергетика
318	ВОЛГОГРАДЭНЕРГОСБЫТ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
319	ГАЗПРОМ ЭНЕРГО, ООО	Тепло и электроэнергетика
320	ГАЗПРОМ ЭНЕРГОСБЫТ, АО	Тепло и электроэнергетика
321	ДАГЕСТАНСКАЯ ЭНЕРГОСБЫТОВАЯ КОМПАНИЯ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
322	ДГК, АО	Тепло и электроэнергетика
323	ДЭК, ПАО	Тепло и электроэнергетика
324	ИНТЕР РАО, ПАО	Тепло и электроэнергетика
325	ИНТЕР РАО-ЭЛЕКТРОГЕНЕРАЦИЯ, АО	Тепло и электроэнергетика
326	ИРКУТСКЭНЕРГО, ПАО	Тепло и электроэнергетика
327	ИЭСК, ОАО	Тепло и электроэнергетика
328	КАЛУЖСКАЯ СБЫТОВАЯ КОМПАНИЯ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
329	КАМЧАТСКЭНЕРГО, ПАО	Тепло и электроэнергетика
330	КВАДРА, ПАО	Тепло и электроэнергетика
331	КОНЦЕРН РОСЭНЕРГОАТОМ, АО	Тепло и электроэнергетика
332	КОСТРОМСКАЯ СБЫТОВАЯ КОМПАНИЯ, ПАО КСК, ПАО	Тепло и электроэнергетика
333	КРАСНОЯРСКЭНЕРГОСБЫТ, ПАО	Тепло и электроэнергетика

№	Наименование компании (данные СПАРК)	Отрасль
334	КУБАНЬЭНЕРГО, ПАО	Тепло и электроэнергетика
335	КУЗБАССЭНЕРГО, АО	Тепло и электроэнергетика
336	КУЗБАССЭНЕРГОСБЫТ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
337	ЛЕНЭНЕРГО, ПАО	Тепло и электроэнергетика
338	ЛЭСК, ОАО	Тепло и электроэнергетика
339	МАГАДАНЭНЕРГО, ПАО	Тепло и электроэнергетика
340	МОБИЛЬНЫЕ ГТЭС, АО	Тепло и электроэнергетика
341	МОСКОВСКАЯ ОБЪЕДИНЕННАЯ ЭЛЕКТРОСЕТЕВАЯ КОМПАНИЯ ПАО МОЭСК, ПАО	Тепло и электроэнергетика
342	МОСЭНЕРГО, ПАО	Тепло и электроэнергетика
343	МОЭК, ПАО	Тепло и электроэнергетика
344	МРСК ВОЛГИ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
345	МРСК СЕВЕРО-ЗАПАДА, ПАО	Тепло и электроэнергетика
346	МРСК СИБИРИ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
347	МРСК УРАЛА, ОАО	Тепло и электроэнергетика
348	МРСК ЦЕНТРА И ПРИВОЛЖЬЯ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
349	МРСК ЦЕНТРА, ПАО	Тепло и электроэнергетика
350	МЭС, АО	Тепло и электроэнергетика
351	ОГК-2, ПАО	Тепло и электроэнергетика
352	ОЭК, АО	Тепло и электроэнергетика
353	ПЕРМЭНЕРГОСБЫТ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
354	ПТС, АО	Тепло и электроэнергетика
355	РОССЕТИ СЕВЕРНЫЙ КАВКАЗ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
356	РОССЕТИ ЮГ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
357	РОССЕТИ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
358	РУСГИДРО, ПАО	Тепло и электроэнергетика
359	РЭСК, ПАО	Тепло и электроэнергетика
360	САМАРАЭНЕРГО, ПАО	Тепло и электроэнергетика
361	САРАТОВЭНЕРГО, ПАО	Тепло и электроэнергетика
362	САХАЛИНЭНЕРГО, ПАО	Тепло и электроэнергетика
363	СЕТЕВАЯ КОМПАНИЯ, ОАО	Тепло и электроэнергетика
364	СО ЕЭС, АО	Тепло и электроэнергетика
365	СТАВРОПОЛЬЭНЕРГОСБЫТ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
366	СУЭНКО, АО	Тепло и электроэнергетика
367	Т ПЛЮС, ПАО	Тепло и электроэнергетика
368	ТАТЭНЕРГОСБЫТ, АО	Тепло и электроэнергетика
369	ТГК-1, ПАО	Тепло и электроэнергетика
370	ТГК-14, ПАО	Тепло и электроэнергетика
371	ТГК-2, ПАО	Тепло и электроэнергетика
372	ТЕПЛОСЕТЬ САНКТ-ПЕТЕРБУРГА, АО	Тепло и электроэнергетика
373	ТНС ЭНЕРГО ВОРОНЕЖ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
374	ТНС ЭНЕРГО КУБАНЬ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
375	ТНС ЭНЕРГО НН, ПАО	Тепло и электроэнергетика



№	Наименование компании (данные СПАРК)	Отрасль
376	ТНС ЭНЕРГО РОСТОВ-НА-ДОНУ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
377	ТНС ЭНЕРГО ЯРОСЛАВЛЬ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
378	УЛЬЯНОВСКЭНЕРГО, ПАО	Тепло и электроэнергетика
379	УТСК, АО	Тепло и электроэнергетика
380	ФОРТУМ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
381	ФСК ЕЭС, ПАО	Тепло и электроэнергетика
382	ЧУВАШСКАЯ ЭНЕРГОСБЫТОВАЯ КОМПАНИЯ, АО	Тепло и электроэнергетика
383	ЧУКОТЭНЕРГО, АО	Тепло и электроэнергетика
384	ЭНЕЛ РОССИЯ, ПАО	Тепло и электроэнергетика
385	ЮНИПРО, ПАО	Тепло и электроэнергетика
386	ЯКУТСКЭНЕРГО, ПАО	Тепло и электроэнергетика
387	ЯНТАРЬЭНЕРГО, АО	Тепло и электроэнергетика
388	171 МЕРИДИАН, ООО	Услуги
389	АВИАКОМПАНИЯ АВРОРА, АО	Услуги
390	АВИАКОМПАНИЯ ВОЛГА-ДНЕПР, ООО	Услуги
391	АВИАКОМПАНИЯ ЮТЭЙР, ПАО	Услуги
392	АК ЭЙРБРИДЖКАРГО, ООО	Услуги
393	АРХБУМ, АО	Услуги
394	АТК ЯМАЛ, АО	Услуги
395	АЭРОФЛОТ, ПАО	Услуги
396	БАЛТИЙСКИЙ ЛИЗИНГ, ООО	Услуги
397	ВМТП, ПАО	Услуги
398	ВОСТОЧНЫЙ ПОРТ, АО	Услуги
399	ВТБ ЛИЗИНГ, АО	Услуги
400	ВЫМПЕЛКОМ, ПАО	Услуги
401	ВЭБ-ЛИЗИНГ, АО	Услуги
402	ГАЗПРОМ АВИА, ООО АВИАПРЕДПРИЯТИЕ	Услуги
403	ГИПРОТРУБОПРОВОД, АО	Услуги
404	ГРУЗОВАЯ КОМПАНИЯ, ООО	Услуги
405	ГТЛК, ПАО	Услуги
406	ИКС 5 НЕДВИЖИМОСТЬ, ЗАО	Услуги
407	КАСКАД-ЭНЕРГО, ООО	Услуги
408	КОМКОР, ОАО	Услуги
409	КОНЦЕРН АВТОМАТИКА, АО	Услуги
410	ЛАНИТ, АО	Услуги
411	ЛИЗИНГОВАЯ КОМПАНИЯ КАМАЗ, АО	Услуги
412	МГТС, ПАО	Услуги
413	МЕГАФОН, ПАО	Услуги
414	МЕРСЕДЕС-БЕНЦ ФАЙНЕНШЛ СЕРВИСЕС РУС, ООО	Услуги
415	МОСВОДОКАНАЛ, АО	Услуги
416	МТС, ПАО	Услуги
417	МТТ, ОАО	Услуги

№	Наименование компании (данные СПАРК)	Отрасль
418	НЕФТЕТРАНССЕРВИС, АО	Услуги
419	НИКИЭТ, АО	Услуги
420	НИПИ НГ ПЕТОН, ООО	Услуги
421	НИПИГАЗ, АО	Услуги
422	НМТП, ПАО	Услуги
423	ПЕРВЫЙ КАНАЛ, АО	Услуги
424	ПОЧТА РОССИИ, АО	Услуги
425	РЕСО-ЛИЗИНГ, ООО	Услуги
426	РЖД ЛОГИСТИКА, АО	Услуги
427	РЖД, ОАО	Услуги
428	РОСТЕЛЕКОМ, ПАО	Услуги
429	РУСАГРОТРАНС, АО	Услуги
430	СБЕРБАНК ЛИЗИНГ, АО	Услуги
431	СВЯЗЬТРАНСНЕФТЬ, АО	Услуги
432	СЗП, ПАО	Услуги
433	СОВФРАХТ, ПАО	Услуги
434	ТАТТЕЛЕКОМ, ПАО	Услуги
435	ТЕЛЕ2-САНКТ-ПЕТЕРБУРГ, АО	Услуги
436	ТЕЛЕКОМПАНИЯ НТВ, АО	Услуги
437	ТРАНСКОНТЕЙНЕР, ПАО	Услуги
438	ТРАНСНЕФТЬ-ПОРТ ПРИМОРСК, ООО	Услуги
439	ТРАНСФИН-М, ПАО	Услуги
440	УРАЛЬСКИЕ АВИАЛИНИИ, ОАО АК	Услуги
441	ФИТ, ООО	Услуги
442	ФПК, АО	Услуги
443	ФРАКДЖЕТ-ВОЛГА, ООО	Услуги
444	ЮНИКРЕДИТ ЛИЗИНГ, ООО	Услуги
445	ЮТЭЙР-ВЕРТОЛЕТНЫЕ УСЛУГИ, АО	Услуги
446	ЯНДЕКС, ООО	Услуги
447	АГРАРНАЯ ГРУППА , АО СИБИРСКАЯ АГРАРНАЯ ГРУППА , АО СИБАГРО ., АО	Производство пищевых продуктов и одежды
448	БТК ГРУПП, АО	Производство пищевых продуктов и одежды
449	БЭЗРК, ОАО	Производство пищевых продуктов и одежды
450	ВЕЛИКОЛУКСКИЙ МЯСОКОМБИНАТ, ОАО	Производство пищевых продуктов и одежды
451	ВОРОНЕЖСКИЙ, ПАО МОЛОЧНЫЙ КОМБИНАТ	Производство пищевых продуктов и одежды
452	ДАНОН РОССИЯ, АО	Производство пищевых продуктов и одежды
453	ДСЗ, ПАО	Производство пищевых продуктов и одежды
454	КОКА-КОЛА ЭЙЧБИСИ ЕВРАЗИЯ, ООО	Производство пищевых продуктов и одежды
455	КОНДИТЕРСКИЙ КОНЦЕРН БАБАЕВСКИЙ, ОАО	Производство пищевых продуктов и одежды

№	Наименование компании (данные СПАРК)	Отрасль
456	КРАСНЫЙ ОКТЯБРЬ, ПАО	Производство пищевых продуктов и одежды
457	ЛКХП КИРОВА, ОАО	Производство пищевых продуктов и одежды
458	МАРС, ООО	Производство пищевых продуктов и одежды
459	МИЛКОМ, ОАО	Производство пищевых продуктов и одежды
460	МИРАТОРГ ЗАПАД, ООО	Производство пищевых продуктов и одежды
461	МУРМАНСКИЙ ТРАЛОВЫЙ ФЛОТ ИЛИ ПАО МТФ, ПАО	Производство пищевых продуктов и одежды
462	НБАМР, ПАО	Производство пищевых продуктов и одежды
463	НКХП, ПАО	Производство пищевых продуктов и одежды
464	ОЗК, АО	Производство пищевых продуктов и одежды
465	ПЕНЗАМОЛИНВЕСТ, ООО	Производство пищевых продуктов и одежды
466	ПИВОВАРЕННАЯ КОМПАНИЯ БАЛТИКА, ООО	Производство пищевых продуктов и одежды
467	ПТИЦЕФАБРИКА АКАШЕВСКАЯ, ООО	Производство пищевых продуктов и одежды
468	РОТ ФРОНТ, ОАО	Производство пищевых продуктов и одежды
469	РУСКАН, АО	Производство пищевых продуктов и одежды
470	РУСТ РОССИЯ, АО	Производство пищевых продуктов и одежды
471	САДЫ ПРИДОНЬЯ, ОАО	Производство пищевых продуктов и одежды
472	СК КОРОЧА, ЗАО	Производство пищевых продуктов и одежды
473	СОДРУЖЕСТВО-СОЯ, ЗАО	Производство пищевых продуктов и одежды
474	ТАМБОВСКИЙ БЕКОН, ООО	Производство пищевых продуктов и одежды
475	ФИРМА ТЕХНОАВИА, ПВ ООО	Производство пищевых продуктов и одежды
476	ФМСМ, ООО	Производство пищевых продуктов и одежды
477	ФРИТО ЛЕЙ МАНУФАКТУРИНГ, ООО	Производство пищевых продуктов и одежды
478	ЧЕРКИЗОВО-СВИНОВОДСТВО, ООО	Производство пищевых продуктов и одежды
479	ЭФКО, ОАО	Производство пищевых продуктов и одежды
480	ЮМК, ОАО	Производство пищевых продуктов и одежды
481	ЮНИЛЕВЕР РУСЬ, ООО	Производство пищевых продуктов и одежды

№	Наименование компании (данные СПАРК)	Отрасль
482	АКРОН, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
483	АПАТИТ, АО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
484	АРНЕСТ, АО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
485	АРХАНГЕЛЬСКИЙ ЦБК , АЦБК, АО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
486	БЕЛЭНЕРГОМАШ-БЗЭМ, ООО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
487	ВЕРХНЕБАКАНСКИЙ ЦЕМЕНТНЫЙ ЗАВОД, ОАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
488	ВОСКРЕСЕНСКИЕ МИНЕРАЛЬНЫЕ УДОБРЕНИЯ, АО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
489	ГАЗПРОМТРУБИНВЕСТ, ОАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
490	ГРУППА ЛСР, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
491	ДОРОГОбУЖ, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
492	КАЗАНЬОРГСИНТЕЗ, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
493	КАМЕНСКАЯ БКФ, АО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
494	КУЙБЫШЕВАЗОТ, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
495	ЛЕСОЗАВОД 25, ЗАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
496	МЕТАФРАКС, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
497	МОРДОВЦЕМЕНТ, АО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
498	МСЗ, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
499	НАК АЗОТ, АО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
500	НЕВИННОМЫССКИЙ АЗОТ, АО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
501	НЗХК, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
502	НИЖНЕКАМСКНЕФТЕХИМ, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
503	НИЖНЕКАМСКШИНА, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
504	НМЗ ИМ. КУЗЬМИНА, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
505	НП НЧ КБК ИМ.С.П.ТИТОВА, ЗАОР	Производство составов и материалов (кроме металлов)
506	НЦ, ОАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
507	ПНТЗ, АО	Производство составов и материалов (кроме металлов)

№	Наименование компании (данные СПАРК)	Отрасль
508	ППГХО, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
509	РЕТАЛ, АО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
510	СЕГЕЖСКИЙ ЦБК, АО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
511	СЕН-ГОБЕН СТРОИТЕЛЬНАЯ ПРОДУКЦИЯ РУС, ООО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
512	СИБМЕТАХИМ, ООО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
513	СИНТЕЗ-КАУЧУК, ОАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
514	СИНТЗ, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
515	СНХЗ, ОАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
516	СТАВРОЛЕН, ООО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
517	СТЗ, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
518	СХК, АО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
519	СЯСЬСКИЙ ЦБК, ОАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
520	ТАГМЕТ, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
521	ТВЭЛ, АО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
522	ТЕРНЕЙЛЕС, ОАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
523	ТЕХСНАБЭКСПОРТ, АО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
524	ТОАЗ, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
525	УРАЛКАЛИЙ, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
526	УРАЛТРУБПРОМ, ОАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
527	УФАОРГСИНТЕЗ, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
528	УЭХК, АО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
529	ФОСАГРО, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
530	ХИМПРОМ, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
531	ХОЛСИМ (РУС) СМ, ООО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
532	ЧТПЗ, ПАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
533	ЩЁКИНОАЗОТ, ОАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)

№	Наименование компании (данные СПАРК)	Отрасль
534	ЭЙ ДЖИ СИ БСЗ, ОАО	Производство составов и материалов (кроме металлов)
535	ЭЙ ДЖИ СИ ФЛЭТ ГЛАСС КЛИН, ООО	Производство составов и материалов (кроме металлов)

*Таблица 19* Список компаний выборки.

Источник: разработано автором.

## Приложение 2. Таблицы результаты оценивания параметров итоговых моделей

	Константа		PRIVATE		LNA		ROA		GROWTH		INV		LEV		Модель	
	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	adj. R^2	P-value
Добыча и переработка полезных ископаемых	0.173	0.106	-0.016	0.360	-0.002	0.730	-1.184***	0.000	0.041	0.222	0.118	0.211	-0.084***	0.008	0.352***	0.000
Машино- и приборостроение	-0.185	0.361	-0.002	0.907	0.008	0.436	-0.073	0.685	0.039	0.324	-0.228**	0.017	0.116*	0.099	0.044**	0.023
Металлы и металлообработка	0.09	0.668	0.046	0.132	-0.011	0.344	0.119	0.513	0.046	0.577	0.119	0.247	0.062	0.387	0.005	0.341
Производство пищевых продуктов и одежды	0.319	0.543	-0.209	0.226	0.021	0.604	-1.061***	0.009	0.111**	0.045	-0.177	0.279	-0.581**	0.019	0.334*	0.061
Производство составов и материалов	0.168	0.421	0.021	0.371	-0.008	0.503	0.025	0.813	-0.054	0.285	-0.050	0.730	-0.050	0.246	-0.008	0.629
Строительство	-0.27	0.436	0.012	0.827	0.02	0.320	0.037	0.975	-0.094	0.188	0.265**	0.041	-0.179	0.396	0.0774	0.428
Тепло и электроэнергетика	0.056	0.570	0.02	0.220	-0.003	0.487	-0.475***	0.000	0.042	0.289	0.219*	0.075	0.056	0.570	0.092***	0.000
Торговля	0.006	0.982	0.044	0.394	-0.005	0.707	-0.987	0.657	-0.146*	0.064	0.102	0.206	0.062	0.508	0.009	0.331
Услуги	0.708*	0.088	0.011	0.859	-0.038*	0.08	-2.956***	0.000	0.124	0.136	0.187	0.573	0.020	0.838	0.501***	0.000
Вся выборка	0.105*	0.068	0.006	0.489	-0.003	0.351	-0.624***	0.000	0.006	0.744	0.067**	0.030	-0.053***	0.004	0.096***	0.000
Вся выборка (робастные ошибки)	0.105**	0.043	0.006	0.477	-0.003	0.289	-0.624***	0.000	0.006	0.781	0.067*	0.098	-0.053***	0.003	0.099***	0.000

Таблица 20 Результат оценивания регрессии с RA в качестве регрессанда.

\*, \*\*, \*\*\* – модель/переменная значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.

Источник: разработано автором.

RPX	Константа		PRIVATE		LNA		ROA		GROWTH	
	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value
Добыча и переработка полезных ископаемых	0.38***	0.000	-0.001	0.958	-0.013***	0.003	-1.115***	0.000	-0.013	0.627
Машино- и приборостроение	0.569***	0.000	-0.002	0.870	-0.025***	0.001	-0.570***	0.000	0.054*	0.050
Металлы и металлообработка	0.458***	0.003	-0.015	0.491	-0.014*	0.080	-1.108***	0.000	0.039	0.506
Производство пищевых продуктов и одежды	1.966***	0.001	-0.066	0.260	-0.114***	0.001	-1.091***	0.000	0.018	0.837
Производство составов и материалов	-0.291*	0.064	-0.043**	0.017	0.020**	0.021	-0.719***	0.000	-	0.000
Строительство	0.711	0.000	0.030	0.154	-0.032***	0.000	-1.084***	0.000	0.036	0.193
Тепло и электроэнергетика	0.820	0.106	-0.011	0.894	-0.043*	0.083	0.597	0.278	0.216	0.291
Торговля	1.157***	0.000	-0.147**	0.022	-0.070***	0.000	-0.001	0.995	-	0.009
Услуги	0.224**	0.049	0.057*****	0.001	-0.010*	0.077	-0.810***	0.000	0.076**	0.027
Вся выборка	0.449***	0.000	0.017	0.154	-0.020***	0.000	-0.762***	0.000	-0.055**	0.028
Вся выборка (робастные ошибки)	0.449***	0.000	0.017	0.142	-0.020***	0.000	-0.762***	0.000	-	0.002

Таблица 21 Результат оценивания регрессии с RPX в качестве регрессанда.

\*, \*\*, \*\*\* – модель/переменная значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.

Источник: разработано автором.



	INV		LEV		Модель	
	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	adj. R^2	P-value
Добыча и переработка полезных ископаемых	-0.119	0.116	-0.026	0.295	0.432***	0.000
Машино- и приборостроение	-0.429***	0.000	-0.024	0.608	0.329***	0.000
Металлы и металлообработка	-0.521***	0.000	0.004	0.939	0.492***	0.000
Производство пищевых продуктов и одежды	0.194	0.146	0.098	0.393	0.313***	0.000
Производство составов и материалов	0.323***	0.003	-0.029	0.375	0.357***	0.000
Строительство	-0.397***	0.000	-0.070	0.392	0.521***	0.000
Тепло и электроэнергетика	1.228*	0.053	-0.252	0.154	0.029**	0.035
Торговля	-0.663***	0.000	0.166	0.103	0.295***	0.000
Услуги	0.024	0.866	-0.051	0.112	0.312***	0.000
Вся выборка	-0.161***	0.000	-0.047*	0.051	0.087***	0.000
Вся выборка (робастные ошибки)	-0.161***	0.005	-0.047*	0.052	0.090***	0.000

Таблица 22 Результат оценивания регрессии с RPX в качестве регрессанда (продолжение).

\*, \*\*, \*\*\* – модель/переменная значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.

Источник: разработано автором.

	Константа		PRIVATE		LNA		ROA		GROWTH	
	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value
Добыча и переработка полезных ископаемых	0.139*	0.075	0.020	0.125	-0.004	0.324	-0.257***	0.000	-0.056**	0.028
Машино- и приборостроение	0.091	0.360	-0.011	0.358	-0.004	0.410	-0.031	0.690	-0.011	0.588
Металлы и металлообработка	0.062	0.442	-0.034***	0.005	-0.006	0.167	0.113	0.123	-0.011	0.722
Производство пищевых продуктов и одежды	0.420	0.453	-0.083	0.119	0.025	0.454	-0.177	0.371	-0.089	0.222
Производство составов и материалов	-0.166*	0.070	-0.017	0.108	0.008	0.124	0.075	0.122	-0.051**	0.026
Строительство	нет данных									
Тепло и электроэнергетика	0.314	0.845	-0.098	0.711	-0.019	0.793	2.167	0.104	0.024	0.950
Торговля	1.233**	0.014	0.086	0.310	-0.065**	0.027	0.542**	0.039	0.054	0.729
Услуги	0.235***	0.005	0.016	0.246	-0.013***	0.004	-0.046	0.514	0.029	0.244
Вся выборка	0.231***	0.002	-0.004	0.723	-0.011***	0.007	-0.041	0.465	-0.043*	0.060
Вся выборка (робастные ошибки)	0.231*	0.051	-0.004	0.725	-0.011*	0.093	-0.041	0.403	-0.043**	0.016

Таблица 23 Результат оценивания регрессии с RDX в качестве регрессанда.

\*, \*\*, \*\*\* – модель/переменная значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.

Источник: разработано автором.

	INV		LEV		Модель	
	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	adj. R <sup>2</sup>	P-value
Добыча и переработка полезных ископаемых	-0.283***	0.000	-0.074***	0.002	0.156***	0.000
Машино- и приборостроение	-0.059	0.172	-0.000	0.998	-0.015	0.700
Металлы и металлообработка	-0.132***	0.001	-0.093***	0.001	0.144***	0.000
Производство пищевых продуктов и одежды	0.135	0.363	0.108	0.295	0.100**	0.012
Производство составов и материалов	0.161**	0.013	0.041**	0.034	0.079***	0.002
Строительство	нет данных					
Тепло и электроэнергетика	2.478	0.269	0.045	0.940	-0.019	0.569
Торговля	-0.563***	0.001	-0.095	0.433	0.447***	0.000
Услуги	-0.121	0.390	-0.028	0.290	0.081**	0.038
Вся выборка	-0.145***	0.001	-0.012	0.599	0.013***	0.002
Вся выборка (робастные ошибки)	-0.145**	0.043	-0.012	0.661	0.019***	0.001

Таблица 24 Результат оценивания регрессии с RDX в качестве регрессанда (продолжение).

\*, \*\*, \*\*\* – модель/переменная значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.

Источник: разработано автором.

	Константа		PRIVATE		LNA		ROA		GROWTH	
	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value
Добыча и переработка полезных ископаемых	-0.182	0.151	-0.018	0.390	0.006	0.325	0.234**	0.010	-0.095**	0.019
Машино- и приборостроение	-0.175	0.264	0.001	0.972	0.006	0.470	0.107	0.446	0.008	0.804
Металлы и металлообработка	0.125	0.415	-0.005	0.806	-0.010	0.251	0.345**	0.010	0.008	0.897
Производство пищевых продуктов и одежды	0.172	0.439	0.019	0.410	-0.013	0.337	0.188**	0.043	-0.011	0.752
Производство составов и материалов	-0.048	0.577	0.007	0.463	0.002	0.631	0.043	0.337	-0.033	0.117
Строительство	-0.378	0.284	-0.007	0.895	0.006	0.780	0.985*	0.068	-0.002	0.975
Тепло и электроэнергетика	0.023	0.751	0.005	0.666	-0.002	0.595	-0.009	0.913	-0.026	0.374
Торговля	0.335**	0.035	-0.028	0.401	-0.019**	0.043	-0.071	0.543	0.030	0.542
Услуги	-0.420*	0.074	0.039	0.277	0.022*	0.077	-0.295	0.119	-0.298***	0.000
Вся выборка	-0.039	0.432	-0.013*	0.088	0.001	0.792	0.060	0.141	-0.067***	0.000
Вся выборка (робастные ошибки)	-0.039	0.454	-0.013*	0.077	0.001	0.797	0.060	0.202	-0.067**	0.012

Таблица 25 Результат оценивания регрессии с RDR в качестве регрессанда.

\*, \*\*, \*\*\* – модель/переменная значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.

Источник: разработано автором.

	INV		LEV		Модель	
	Коэф.	P-value	Коэф.	P-value	adj. R^2	P-value
Добыча и переработка полезных ископаемых	0.215*	0.055	0.013	0.739	0.016**	0.035
Машино- и приборостроение	-0.048	0.518	0.107*	0.051	-0.006	0.561
Металлы и металлообработка	-0.002	0.979	0.052	0.317	0.011	0.251
Производство пищевых продуктов и одежды	-0.118**	0.027	0.063	0.166	0.030	0.157
Производство составов и материалов	0.051	0.394	0.000	1.000	-0.006	0.575
Строительство	0.109	0.400	0.269	0.212	-0.013	0.544
Тепло и электроэнергетика	-0.045	0.620	0.049*	0.052	0.018*	0.093
Торговля	-0.117**	0.025	0.087	0.104	0.026	0.143
Услуги	-0.044	0.883	0.031	0.642	0.112***	0.000
Вся выборка	0.037	0.156	-0.033**	0.039	0.010***	0.000
Вся выборка (робастные ошибки)	0.037	0.199	-0.033**	0.047	0.014***	0.008

Таблица 26 Результат оценивания регрессии с RDR в качестве регрессанда (продолжение).

\*, \*\*, \*\*\* – модель/переменная значима на уровне значимости 0,1, 0,05 или 0,01 соответственно.

Источник: разработано автором.